全国最佳交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟大师学投资

刘建位 徐晓杰 著

SUCCESSFUL VALUE INVESTING

——格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇长期战胜市场的价值投资智慧

格雷厄姆 证券投资之父、价值投资之父

费雪 成长股价值投资策略之父

巴菲特 当代最伟大的投资人、世界第二富翁

最成功的基金经理

民主与建设出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟大师学投资

刘建位 徐晓杰

SUCCESSFUL VALUE INVESTING

——格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇长期战胜市场的价值投资智慧

格雷厄姆 证券投资之父、价值投资之父

巴菲特 当代最伟大的投资人、世界第二富翁

费雪 成长股价值投资策略之父

彼得·林奇 有史以来最成功的基金经理

民主与建设出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

跟大师学投资 / 刘建位，徐晓杰著．—2 版．—北京：民主与建设出版社，2010.12

ISBN 978-7-5139-0081-2

Ⅰ.①跟… Ⅱ.①刘… ②徐… Ⅲ.①投资—经验—美国 Ⅳ.①F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 261975 号

©民主与建设出版社，2010

责任编辑 程 旭
封面设计 柏平工作室
排　　版 金若龙文化公司
出版发行 民主与建设出版社
电　　话 (010)85698040 85698062
社　　址 北京市朝阳区朝外大街吉祥里 208 号
邮　　编 100020
印　　刷 北京明月印务有限责任公司
成品尺寸 170mm×240mm
印　　张 19
字　　数 242 千字
版　　次 2011 年 1 月第 2 版 2011 年 1 月第 2 次印刷
书　　号 ISBN 978-7-5139-0081-2
定　　价 33.00 元

注：如有印、装质量问题，请与出版社联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 （一）

自1934年格雷厄姆的《证券分析》出版以来，价值投资策略已经成为证券投资的主流，70年来几乎所有持续战胜市场的基金经理与投资人都是价值投资策略的信奉者与追随者，涌现出了像巴菲特、彼得·林奇等一批伟大的投资大师，他们类似于NBA赛场上伟大的乔丹，甚至比乔丹的成绩更优秀，尽管其在公众中的知名度远远不如乔丹，但其在投资界的影响之深远却超过乔丹对篮球运动发展的影响。

虽然价值投资策略70年来取得了持续战胜市场的优秀业绩，但大部分投资机构采取的仍然是现代资本理论指导下的投资组合管理策略，真正追随价值投资策略的还为数不多。对此，巴菲特深表遗憾："使我们困惑的是，知道格雷厄姆的人那么多，但追随他的人却那么少。我们无私地介绍我们的投资原理，并把它们大量写入我们的年度报告中。它们很容易学，也不难运用。但每一个人都只想知道，'你们今天买了什么？'像格雷厄姆一样，我们被广泛地认可，却很少有人追随。"

更有意思的是，价值投资的基本策略对想长期战胜市场的投资人来说是必备的利器，却很少有人对其进行系统的学术研究。几乎所有院校的投资学教科书都在讲解现代投资组合理论，却根本不讲格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇的价值投资策略。

1984年，在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版50周年的庆祝活动中，巴菲特作为格雷厄姆最出色的学生发表了演讲，他在演讲中回顾了50年来格雷厄姆的追随者们采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实，总结归纳了价值投资策略的精髓，在投资界具有非常大的影响力。

本书作者正是深受巴菲特这篇演讲的启迪，以巴菲特在演讲中所阐述的价值投资的本质和内涵为核心，认真研究了最近70年来价值投资相关理论和实务研究的最新成果，通过系统分析格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇关于价值投资策略的发展和创新，归纳价值投资的基本原理、基本操作、具体实践。本书系统完整地阐述了70多年来价值投资策略的发展，对于目前价值投资已经成为主导的中国证券市场是非常需要的，也是渴求已久的。

其实早在1934年价值投资之父格雷厄姆就开始致力于将价值投资提升为一门科学理论，他在《证券分析》第一版前言中提出："我们关心的主要是概念、方法、标准、原理以及最重要的逻辑推理能力。我们强调理论的重要性并不因为理念本身而在它在实践中的价值"。1952年，格雷厄姆在金融分析师协会全美联合会第五届年会上发表了"通往证券分析科学之路"演讲，首次提出了价值投资策略的科学性这一概念，探索如何把科学的观念运用于证券分析本身的过程和结果之中："时至今日，价值低估的起源得到较为充分的理解，并无疑可以确定为一项普遍接受的科学研究。然而，我们对价值被低估的解决办法了解不是很多。在多大比例的情形中，被低估的价值得以修正？修正是怎样或因何发生的？这个过程需多长时间？这些问题提醒我们关注那些我们一开始就提出的关于心理分析的问题。但是，我们知道的重要的一点就是，在分散化的基础上购买价值被低估的证券的确可以产生持续获利的结果，这一发现赋予了我们一片值得进一步科学化的沃土。在这片沃土上，集中所有聪明才智进行系统地探索研究，几乎可以肯定会获得丰厚的回报。"

但当前大部分的价值投资书籍都是关于某个大师的投资艺术，而本书的主要目的是总结四位最杰出的大师的投资策略的共同之处，归纳他们将价值投资基本原理和基本操作的科学性与具体应用的艺术性完美结合的投资智慧，总结价值投资的基本规律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，价值投资的基本原理是科学的。

本书的研究目的不是要找出一个放之四海而皆准、用之万年而保盈不亏的价值投资策略，这种投资策略是根本不存在的。价值投资策略“寻找安全边际”的核心原则是一个科学原理，而不是定律，所以不存在所谓的“步骤一、步骤二、步骤三”的绝招。我们系统分析格雷厄姆等价值大师对价值投资的经典论述，总结价值投资策略长盛不衰、不断发展的后面隐藏的基本原理，是利用股票市场中的价值规律：股票价格围绕价值波动。价值投资人利用股价与价值的偏离，低价买入，然后利用价格向价值的回归来获取盈利。可见，价值投资的基本原理与经济学的价值规律是完全吻合的，所以是科学的。

第二，价值投资策略的有效性是科学的，即其有效性是经过实践和严格实证研究证明的。

在价值投资实践上，巴菲特等众多价值投资大师70多年以来以很大优势持续战胜市场的稳定业绩，证明了价值投资策略的长期有效性。同时最近30多年来许多实证研究结果也证明，基于安全边际的价值投资能够取得超出市场平均水平的投资业绩，而且这种超额收益并非来自于高风险，相反价值投资策略的相对风险更小，价值投资策略是一种收益更高而且风险更小的投资策略。

第三，价值投资的基本操作也是科学的。

总结格雷厄姆、巴菲特等众多价值投资大师在投资实践中对价值投资策略的重要发展和创新，结合近几十年来金融学研究的最新成果，我们从投资人、市场、上市公司三个角度系统总结整理出股票分析的主要操作技术。一是在投资人方面，根据价值投资大师的经验，结合行为金融学的最新研究成果表明，最重要的是培养理性自制的性格。二是在市场方面，根据股票市场发展的长期历史经验和股市长期波动的实证研究成果表明，战胜市场的关键在于认识市场波动的规律从而利用波动带来的投资机会，而试图预测市场、追随市场的结果只能是失败。三是在公司价值评估方面，根据价值投资大师的经验与公司财务研究成果，从资产、盈利能力、成长性三个方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面对公司价值进行系统分析和评估。

第四，价值投资的基本原理与基本操作是科学的，但其具体运用却是艺术的。

价值投资的科学性在价值投资大师的实践中表现在他们运用的是同样的价值投资基本规律，依靠的是共同的价值投资原理和原则。价值投资的艺术性体现在价值投资大师各自不同的投资风格，他们根据自身的特长、对不同公司的了解选择不同的股票，管理不同的投资组合，却同样实现了持续战胜市场的优秀投资业绩。价值投资的科学性与艺术性的完美结合，正是四位投资大师数十年持续战胜市场的根本原因。

国际证券市场的投资大师们几乎都是价值投资理念的提倡者与实践者。格雷厄姆在《证券分析》中对价值投资的定义是："投资是基于详尽的分析，本金的安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。"巴菲特则将其投资策略概括为："以合理的价格买入几家最优秀公司的股票。"所有长期持续战胜市场的投资大师都是基于详尽的分析，选择可能提供满意回报的、价格合理的优秀企业股票，这与价值投资理念是完全符合的。

本书作者刘建位结合多年证券投资行业工作经验，潜心研究四位投资大师格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇的投资智慧，在本书中总结分析了价值投资的基本原理和基本操作。阅读本书将有助于投资者更简单却更深入地学习和理解价值投资，进一步改善投资业绩。

中国建银投资证券有限责任公司
董事、首席执行官
杨小阳

2005年11月1日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 （二）

在牛市期间，股价普涨，人们纷纷追涨买入，这时没有人谈价值投资。

在熊市期间，股价普跌，人们纷纷抱怨亏损，这时许多人抱怨价值投资。

因为熊市期间差的公司股价会大跌，一些好的公司股价也会大跌，人们不解地质问：为什么好的公司股价也会大跌，价值投资怎么会失灵呢？

其实不是价值投资失灵了，而是人们在牛市期间高价买入时，根本没有考虑他们买入股票的价格是否高于其价值。那种想以高价买入然后以更高的价格卖出股票的人们，根本不是价值投资，也根本不是投资，而是投机。

真正的价值投资是在一家公司股票价格显著低于其内在价值时，也就是说具有较大的安全边际，这家公司股票就具有较大的投资价值，投资者低价买入就会取得合理的投资回报，如果遇上大牛市，甚至会有很高的回报。巴菲特将价值投资形象地比喻为："用40美分的价格买入1美元的股票。"

对于好的公司在熊市大跌时，巴菲特也早有回答："投资者需要清醒地认识到，在一个过热的市场中买入股票，即便是一家特别优秀的公司股票，他可能也要等待一段更长的时间后，公司所能实现的价值才能增长到与投资者支付的股价相当的水平。"

投资者应该牢记的是：价值投资永远不会失灵。那些怀疑价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的人应该怀疑的不是价值投资理念，而应该怀疑的是自己是否正确地应用和实践正确的价值投资。

那么，什么才是真正的价值投资呢？如何正确地进行价值投资呢？

我想最有资格回答这两个问题的，不是研究投资的教授和学者，也不是那些只是偶尔取得好的业绩的投资者，而应该是那些持续多年应用价值投资取得良好业绩并且结合多年投资经验对价值投资进行了深入思考和总结的投资大师们。从1934年格雷厄姆提出价值投资策略至今70多年来，人们公认最杰出的四位价值投资大师是：格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇。

本书正是系统收集整理这四位大师关于价值投资的论述，总结归纳价值投资的基本概念、基本原理、基本规律、基本操作，使我们有机会站在四位投资大师的肩膀上，在更高的高度上对价值投资有更清楚的认识和更深入的了解。

我认为本书根据四位大师的长期投资经验，回答了关于价值投资最重要的三个问题：

第一个问题：价值投资能够长期战胜市场吗？本书用众多价值投资大师多年的投资业绩和大量关于价值投资的实证研究，有力地证明了价值投资能够持续战胜市场。而至今为止，我们还没有看到除了价值投资之外还有什么策略能够持续战胜市场。

第二个问题：价值投资为什么能够持续战胜市场？本文基于格雷厄姆、巴菲特关于短期内股市是一台投票机但长期内是一台称重机的著名论断，根据大量实证研究成果，总结归纳价值投资持续战胜市场的根本原因在于合理利用股票市场中的价值规律：股票价格围绕价值波动。价值投资人利用短期内股价与价值的偏离低价买入，然后利用价格长期内向价值的回归来获取盈利。

第三个问题：如何正确地进行价值投资？本书基于价值投资大师多年的投资经验，总结出正确进行价值投资的三个基本要素：一是要培养理性自制的性格；二是树立正确看待市场波动的态度；三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是学会正确的大致评估公司股票价值。

向成功者学习是人生成功的捷径，向投资大师学习是投资成功的捷径。巴菲特学习了格雷厄姆的价值投资策略之后投资业绩明显改善，他由衷地感叹："在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。"但巴菲特并没有局限于格雷厄姆的投资策略，他进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起而形成了自己成功的投资策略，他称自己是"85%的格雷厄姆和15%的费雪"。"如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有"。有史以来最成功的基金经理彼得·林奇则称巴菲特是他最敬佩的投资大师，他认为他们俩人选择企业的类型几乎完全相同。

孔子曰：三人行必有我师。这四位大师之所以能够取得巨大的成功，其中一个共同的关键因素在于他们都努力向其他大师学习真正的投资成功之道。本书对四位最成功的大师价值投资成功之道的总结归纳，使读者能够同时向四位大师学习价值投资始终不变的基本规律。

博时基金管理公司坚信万物皆有规律可循，我们将自身定位为：一个相信并且尊重规律的品牌，是一个信守投资规律的中国基金业民族品牌。我们相信通过进行专业化投资管理，逐步发现证券市场的规律，并且长期信守和实践这些规律，必将赢得更高的回报。根据市场分析和公司基础，博时基金致力于"价值的发现"，不断完善和掌握价值投资的理论和方法。投资人必须要有自己明确的理念，要敢于持有具有投资价值的企业。压力和诱惑容易让人偏离目标，但是正确的投资理念要坚持而不能抛弃，不要使自己的投资理念混乱，失去方向性。作为追求专业化投资的机构投资者，博时仍然坚持一贯的价值投资理念，坚持投资于具有内在价值和良好发展前景的企业，不会为短期的市场现象所左右。我认为，当前我国证券市场基本面的变化使价值投资迎来了历史性机遇，只要投资者始终秉承价值投资理念，通过积累经验和总结教训不断进步，深入挖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低·10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掘我国经济发展所蕴涵的巨大投资机会，肯定也能取得长期稳定甚至可能比大师们更高的回报。在此我特别推荐本书，期望本书能够帮助我国投资者更加系统地向真正的投资大师们学习价值投资的基本规律，使价值投资理念在我国证券市场更加普及和成熟。

博时基金管理有限公司董事长
吴雄伟
2005年12月18日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

序(一) /1
序(二) /5
巴菲特最著名的演讲:价值投资为什么能够持续战胜市场 /1

第一篇　价值投资原理:安全边际与价值规律

第 1 章　价值投资是什么 /30
1.1　价值投资的本质:寻找价值与价格的差异 /32
1.2　价值投资的基石:安全边际 /38
1.3　价值投资与其他投资流派的比较 /45
第 2 章　价值投资能够持续战胜市场吗 /59
2.1　实践证据:价值投资大师 70 年持续战胜市场的超级业绩 /60
2.2　实证研究:价值投资以高收益和低风险持续战胜市场 /66
第 3 章　价值投资为什么能够持续战胜市场 /76
3.1　股票市场中的价值规律 /78
3.2　股票市场中的价值规律的实证研究 /85

第二篇　价值投资实务:投资人、市场公司

第 4 章　如何分析自己 /95
4.1　行为金融学的启示:战胜市场之前先要战胜自己 /96
4.2　林奇战胜市场的根本:知识经验才能改变投资命运 /107
4.3　巴菲特战胜自己的秘诀:自制是成功第一原则 /121
第 5 章　如何分析市场 /128
5.1　格雷厄姆与巴菲特的忠告:跟随市场永远无法战胜市场 /129

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.2 巴菲特与林奇的警告:股市永远无法准确预测 /139
5.3 巴菲特战胜市场的秘诀:态度决定一切 /148
5.4 四位大师的理论批判:有效市场理论荒唐透顶 /155
第6章 如何评估公司价值 /167
6.1 格雷厄姆:最基本、最简单的资产价值评估方法 /171
6.2 林奇:最常用却最常误用的市盈率价值评估方法 /178
6.3 巴菲特:不精确但正确的现金流量价值评估方法 /188
6.4 三重价值分析:资产、盈利能力、成长性 /197

第三篇 价值投资实践:大师的投资艺术

第7章 格雷厄姆:廉价股价值投资策略之父 /210
7.1 格雷厄姆的投资成就:华尔街教父 /212
7.2 格雷厄姆的投资策略:寻找廉价股 /219
第8章 费雪:成长股价值投资策略之父 /226
8.1 费雪的投资成就:著作比本人更出名的投资大师 /227
8.2 费雪的投资策略:寻找成长股 /228
第9章 沃伦·巴菲特:最伟大的投资人 /239
9.1 巴菲特的投资业绩:40年投资盈利2 595倍 /240
9.2 巴菲特投资策略的演化:从格雷厄姆、费雪到巴菲特 /247
9.3 巴菲特的投资策略:寻找超级明星股 /259
第10章 彼得·林奇:最成功的基金经理 /266
10.1 彼得·林奇的投资业绩:13年29倍 /267
10.2 彼得·林奇的投资策略:寻找10倍股 /271
主要参考文献 /284
致谢 /289

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特最著名的演讲：价值投资为什么能够持续战胜市场

每个价值投资人的投资业绩都来自于利用企业股票市场价格与其内在价值之间的差异。

——巴菲特

所有价值投资策略最终要归根于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的思想。1934年底，他与戴维·多德（David Dodd）合著完成了他酝酿已久的《证券分析》（《Security Analysis》）①。这部划时代的著作标志着证券分析业和价值投资思想的诞生。这本巨著在过去长达70年间共发行了五版，被誉为投资者的“圣经”。

纽约证券分析协会强调，格雷厄姆“对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样重要”。格雷厄姆“给这座令人惊叹而为之却步的城市——股票市场绘制了第一张可以依赖的地图，他为价值投资奠定了方法论的基础，而在此之前，股票投资与赌博几乎毫无差别。价值投资没有格雷厄姆就如同共产主义没有马克思——原则性将不复存在”②。人们通常认为是格雷厄姆确立了证券分析的原则，所以格雷厄姆被尊称为“现代证券分析之父”。

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年。

② ［美］罗杰·洛文斯坦：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年，第44页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1984 年，在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版 50 周年的庆祝活动中，巴菲特这位格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课上惟一给了“A +”的最优秀的学生发表了演讲，他在演讲中回顾了 50 年来格雷厄姆的追随者们采用价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实，总结归纳了价值投资策略的精髓，在投资界具有非常大的影响力。

可以这样说，读懂了巴菲特的这篇演讲，就能够抓住价值投资的本质，弄清价值的内涵。本书所有内容都围绕这篇演讲中的价值投资策略来进行阐述，结合最近 70 多年来格雷厄姆、费雪、彼得·林奇等最著名的投资大师运用价值投资策略持续战胜市场的经验和智慧并进一步加以解释和剖析价值投资策略的基本概念、基本原则和基本应用技术。

让我们一起来聆听巴菲特这位当代最伟大的价值投资大师的演讲吧。①

价值投资过时了吗

难道格雷厄姆和多德“寻找价值相对于价格具有一个显著的安全边际”的证券分析方法已经过时了吗？许多教授在他们编写的大部头教科书中都做出这一论断。他们口口声声宣称股票市场是有效的，也就是说股价反映了所有关于公司发展前景和经济状况的所有信息。这些理论家们声称，由于聪明的股票分析师利用了所有可获取的信息进行分析判断，从而使股价总是正确无误地保持在合理的水平，因此，根本不存在价值被市场低估的股票。至于那些年复一年击败市场的投资者只不过是类似连续彩票中奖的少数幸运儿。一位教授在他编写的当今十分流行的教科书中写

① Warren E. Buffett，1984，“The Super-investors of Graham-and-Doddsville”，the Columbia Business School magazine（Fall 1984）：4-15. 文中小标题为译者所加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道："如果股价完全反映了所有可获取的信息，这些投资技巧将一无是处。"

哈哈，也许如此。但我想向大家介绍一群年复一年击败标准普尔500股票指数的投资者。那种认为他们持续战胜市场只是偶然事件的简单看法很难成立，我们必须深入探究其根本原因。之所以如此的一个关键事实是，这些股市大赢家们我都非常熟悉，并很早就被公认为超级投资者，其中成名最晚的那位也在15年前就名扬一时。如果事实并非如此，我只是最近搜索了成千上万的投资记录，从中选出几个业绩优秀的人在此介绍给各位，那么你听到此处就可以把我赶走了。我要补充说明的是，他们的投资业绩记录都已经过严格的审计。另外，我还要补充说明一下，我还认识许多选择这些投资管理人的客户们，他们这些年来获得的投资收益与这些投资管理人公开的投资业绩记录完全相符。

全美抛硬币猜正反面大赛

在我们开始探究这些投资大师持续战胜市场之谜之前，我想先请在座各位跟我一起来观赏一场想像中的全美抛硬币猜正反面大赛。假设我们动员全美国2.25亿人明天早上出来每人赌1美元，猜抛出一个硬币落到地上是正面还是反面，赢家则可以从输家手中赢得1美元。每一天输家被淘汰出局，赢家则把所赢得的钱全部投入作为第二天的赌注。经过10个早上的比赛，将大约有22万美国人连续获胜，他们每人可赢得略微超过1 000美元的钱。

人类的虚荣心本性会使这群赢家们开始有些洋洋得意。尽管他们想尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们会吹嘘自己在抛硬币上如何技术高超、如何天才过人。

如果赢家从输家手里得到相应的赌注，再过10天内将会有215位连续猜对20次硬币的正反面，那么通过这一系列较量，他们每个人用1美元赢得100万美元。这215个赢家总共赢得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.25 亿美元，也就意味着其他输家输掉了 2.25 亿美元。

这群刚刚成为百万富翁的大赢家们肯定会高兴到发昏。他们可能会写一本书“我如何每天只需工作 30 秒就 20 天用 1 美元赚到 100 万美元”。更有甚之，他们可能在全国飞来飞去，参加抛硬币神奇技巧的研讨会，借机嘲笑那些满脸疑问的大学教授们：“如果这种事根本不可能发生，那么，我们这 215 个大赢家是天下掉下来的吗?”

对此一些工商管理学院的教授可能恼羞成怒，不屑一顾地指出：即使是 2.25 亿只大猩猩参加同样的抛硬币比赛，结果也毫无二致，不过赢家是连续猜对 20 次的 215 只狂妄自大的大猩猩。

但我却对此不敢苟同，在我下面所说的案例中的赢家们确实有一些显著的与众不同之处。我所说的案例如下：（1）参加比赛的 2.25 亿只猩猩大致像美国人口一样分布在全国各地；（2）经过 20 天比赛后只剩下 215 位赢家；（3）你发现其中 40 位赢家全部来自奥马哈的一家十分独特的动物园。那么，你肯定会前往这家动物园找个饲养员问个究竟：他们给猩猩喂什么食物，他们是否对这些猩猩进行特殊的训练，这些猩猩读什么书，以及其他种种你认为可能的原因。换句话说，如果那些成功的赢家不同寻常地集中，你就会想弄明白到底是什么不同寻常的因素导致赢家不同寻常地集中。

科学探索一般遵循完全相同的模式。如果你试图分析一种罕见的癌症的致病原因，比如每年在美国有 1 500 起病例，你发现其中 400 起发生在蒙大拿（Montana）的几个矿区小镇上，那么，你会非常仔细地研究当地的水质、感染病人的职业特征或者其他因素。因为你很清楚一个面积很小的地区发生 400 起病例绝不可能是偶然的。你并不需要一开始就知道什么是致病原因，但你必须知道如何去寻找可能致病的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆和多德的价值投资部落

当然我和各位一样认为，事实上除了地理因素之外还有很多其他因素会导致赢家非常集中。除了地理因素以外，还有一种因素，我称之为智力因素。我想你会发现在投资界为数众多的大赢家们却不成比例地全部来自于一个小小的智力部落：格雷厄姆和多德部落。这种赢家集中的现象根本无法用偶然性或随机性来解释，最终只能归因于这个与众不同的智力部落。

可能存在一些原因使这种赢家非常集中的神奇现象其实不过是件平凡的小事。可能只不过是100个赢家简单地模仿一位非常令人信服的领导者的方法来猜测抛硬币的正反面。当领导者猜正面朝上时，100个追随者一起随声附和。如果这位领导者是最后胜出的215位赢家中的一员，那么认为其中100个只会随声附和的人获胜是由于同样的智力因素的分析毫无意义。你不过是把仅仅1个成功案例误认为是100个不同的成功案例。与此类似，假设你生活在一个家长强大统治下的社会中，为方便起见假设每个美国家庭有10位成员。我们进一步假设家长的统治力非常强大，当2.25亿人第一天出门进行比赛时，每个家庭成员都惟父命是从，父亲怎么猜，家人就怎么猜。那么在20天比赛结束后，你会发现215个赢家其实只不过是来自于21.5个不同的家庭。那些天真的家伙将会说这种情形表明猜硬币的成功原因可以用遗传因素的强大力量来解释。但这种说法其实毫无意义，因为这215位赢家们并非各不相同，其实真正的赢家是21.5个随机分布、各不相同的家庭。

我想要研究的这群成功投资者，他们拥有一位共同的智力族长——本·格雷厄姆。但是，这些孩子长大离开这个智力家族后，却是根据非常不同的方法来进行投资。他们居住在不同的地区，买卖不同的企业股票，但他们的总体投资业绩绝非是因为他们根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据族长的指示做出完全相同的投资决策。族长只为他们提供了投资决策的思想理论，而每位学生都以自己的独特方式来决定如何运用这种理论。

来自“格雷厄姆与多德部落”的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异，实质上，他们利用二者之间的差异，却毫不在意有效市场理论家们所关心的那些问题：即股票应该在周一还是周二买进，在1月还是7月等。简而言之，企业家收购企业的投资方式，正是追随格雷厄姆与多德的投资者在购买流通股票时所采用的投资方式——我十分怀疑有多少企业家会在收购决策中特别强调交易必须在一年中的某个特定月份或一周中的某个特定日子进行。如果企业整体收购在周一或周五进行没有任何差别，那么我无法理解那些学究们为什么会花费大量的时间和精力研究代表该企业一小部分股权的股票交易时间的不同将会对投资业绩有什么影响。追随格雷厄姆与多德的投资者自然而然根本不会浪费精力去讨论什么贝塔值（Beta）、资本资产定价模型、不同证券投资报酬率之间的协方差。他们对这些东西丝毫不感兴趣。事实上，他们中大多数人甚至连这些名词的定义都搞不清楚。追随格雷厄姆与多德的投资人只关心两个变量：价值与价格。

我总是惊奇地发现如此众多的学术研究与技术分析臭味相投，它们关注的都是股票价格和数量行为。你能想像整体收购一家企业只是因为其价格在前两周显著上涨？当然，关于价格与数量因素的研究泛滥成灾的原因在于电脑的普及应用，电脑制造出了无穷无尽的关于股价和成交数量的数据。这些研究毫无必要，因为它们毫无用途，这些研究出现的原因只是因为有大量的现成数据，而且学者们辛辛苦苦学会了玩弄数据的高深数学技巧。一旦人们掌握了那些技巧，不运用就会产生一种负罪感，即使这些技巧的运用根本没有任何作用甚至会有副作用。正如一位朋友所言，对于一个拿着斧子的人来说，什么东西看起来都像一颗钉子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九位格雷厄姆和多德部落的超级投资者

我认为这群来自同一个智力家族的投资者们十分值得进一步研究。顺便说一下，尽管所有的学术研究都关注类似于价格、数量、周期性、市值规模等因素对股价表现的影响，却从来没有证据表明学术界有兴趣研究这群非同寻常集中的价值导向的大赢家们所采用的投资策略。

关于投资业绩记录的研究，首先，我要从 1954 年到 1956 年间我们在格雷厄姆－纽曼公司（Graham – Newman Corporation）工作的四位同伴开始。我们总共只有四个人，我并不是从数以千计的投资人中挑选出这四个人的。在我选修格雷厄姆的投资课程之后，我要求进入格雷厄姆－纽曼公司无偿工作，但格雷厄姆却以我要价太高拒绝了我。他对价值因素考虑得非常严肃认真。我一再恳求，他最后终于答应雇用我了。当时公司有三位合伙人，还有我们四位当时对投资还不太在行的“小学徒”（the “peasant” level）。从 1955 年到 1957 年公司结束，我们四个人先后离开公司。目前，我们能够追踪到其中三个人的投资记录。

1. 沃特·斯科劳斯（Walter Schloss）

第一个案例（见表 1）是沃特·斯科劳斯的投资记录。沃特根本没有上过大学，但他在纽约金融学院（the New York Institute of Finance）选修了本·格雷厄姆教授的夜间课程。1955 年，沃特离开了格雷厄姆－纽曼公司，在其后 28 年中他取得了如表 1 所列的投资业绩记录。在我介绍后，亚当·史密斯（Adam Smith）采访了沃特，并在他的著作《超级投资大师》（Supermoney，1972）中对沃特这样描述道：

“他根本不与外界进行沟通，也没有任何获取有用信息的渠道。事实上，华尔街根本没有人认识他，他也根本不理会华尔街的任何想法。他只是仔细查看股票手册上的有关数据，向公司索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取年报，他所做的一切仅此而已。

“巴菲特向我这样介绍沃特·斯科劳斯时，我内心想，他同时也是在描述他自己：‘他从来不曾忘记他是在管理别人的资金，而这种心态使他本来就十分强烈的风险厌恶态度变得更加强烈。’他为人非常正直，并且自我认识十分客观。资金对于他是现实客观的。股票同样是现实客观的——只有在符合安全边际原则的前提下股票对于他才有吸引力。”

表1　沃特·斯科劳斯的投资记录

年　份	标准普尔指数含红利在内的年投资收益率(%)	沃特·斯科劳斯公司有限合伙人年投资收益率(%)	沃特·斯科劳斯公司所有合伙人年投资收益率(%)
1956	7.5	5.1	6.8
1957	-10.5	-4.7	-4.7
1958	42.1	42.1	54.6
1959	12.7	17.5	23.3
1960	-1.6	7.0	9.3
1961	26.4	21.6	28.8
1962	-10.2	8.31	11.1
1963	23.3	15.1	20.1
1964	16.5	17.1	22.8
1965	-13.1	26.8	35.7
1966	-10.4	0.5	0.7
1967	26.8	25.8	34.4
1968	10.6	26.6	35.5
1969	-7.5	-9.0	-9.0
1970	2.4	-8.2	-8.2
1971	14.9	25.5	28.3
1972	19.8	11.6	15.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	标准普尔指数含红利在内的年投资收益率(%)	沃特·斯科劳斯公司有限合伙人年投资收益率(%)	沃特·斯科劳斯公司所有合伙人年投资收益率(%)
1973	-11.8	-8.0	-8.0
1974	-26.6	-6.2	-6.2
1975	36.9	42.7	52.2
1976	22.4	29.4	39.2
1977	-8.6	25.8	34.4
1978	7.0	36.6	48.8
1979	-7.6	29.8	39.7
1980	32.1	23.3	-31.1
1981	-6.7	-8.4	24.5
1982	20.2	24.1	32.1
1983 第一季度	22.8	38.4	51.2
标准普尔指数28.25年(1956年~1983年第一季度)的复利收益率			887.2%
沃特·斯科劳斯公司有限合伙人28.25年的复利收益率			6 678.8%
沃特·斯科劳斯投资公司全体合伙人28.25年的复利收益率			23 104.7%
标准普尔指数28.25年的年均复利收益率			8.4%
沃特·斯科劳斯投资公司有限合伙人的年均复利收益率			16.1%
沃特·斯科劳斯投资公司所有合伙人的年均复利收益率			21.3%
沃特·斯科劳斯投资公司在经营期间曾持有过800多只股票，而且大部分时间是满仓。现在所管理的资产规模约为4 500万美元			

沃特的投资组合是多元化的，他通常持有100多只股票。他知道如何发掘那些股票市值明显低于公司私有化价值的股票，这就是他要做的一切。他根本不考虑交易时间是不是1月、是不是在周一、是不是选举之年。他只是这样想，如果一个企业价值1美元，而我能够用40美分买入，那么，我就很可能会取得很好的投资回报。他一次又一次地寻找这样的投资机会。他拥有的股票数目比我多得多——而且他和我不同的是，他对公司业务的基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特点几乎不感兴趣。我对沃特来说根本没有什么影响力——这正是他非常强大的个人品质之一：没有人能够影响他。

2. 汤姆·科拿普（Tom Knapp）

第二个案例是汤姆·科拿普，他也是我在格雷厄姆－纽曼公司的同事。第二次世界大战前，他是普林斯顿大学化学专业的学生。二战结束后，他退伍回来后终日在海滩上游荡。有一天，他得知大卫·多德将在哥伦比亚大学开设夜间投资课程，汤姆以无学分方式选修了这门课程。很快他对投资产生了浓厚的兴趣，以至于正式注册进入哥伦比亚商学院学习，并获得了 MBA 学位。35 年后，我打电话给汤姆以核实我以上所说的事情，这时他仍然在海滩游荡，惟一的不同是他现在拥有这片海滩！

在 1986 年汤姆·科拿普与同样是格雷厄姆信徒的艾德·安德森（Ed Anderson）以及其他几位有共同投资理念的人，合伙组建了特维帝·布朗合伙公司（Tweedy，Browne Partners），他们的投资业绩见表 2。该公司取得这些投资记录的方式是进行高度分散化的投资组合，他们偶尔也会并购企业取得控制权，但其被动式投资业绩与控制权投资的业绩基本相同。

表 2　特维帝·布朗合伙公司投资记录

截止日期(9 月 30 日)	道·琼斯指数*(%)	标准普尔 500 指数*(%)	特维帝·布朗投资公司所有合伙人(%)	特维帝·布朗投资公司有限合伙人(%)
1968(9 个月)	6.0	8.8	27.6	22.0
1969	-9.5	-6.2	12.7	10.0
1970	-2.5	-6.1	-1.3	-1.9
1971	20.7	20.4	20.9	16.1
1972	11.0	15.5	14.6	11.8
1973	2.9	1.0	8.3	7.5
1974	-31.8	-38.1	1.5	1.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

截止日期(9月30日)	道·琼斯指数*(%)	标准普尔500指数*(%)	特维帝·布朗投资公司所有合伙人(%)	特维帝·布朗投资公司有限合伙人(%)
1975	-36.9	37.8	28.8	22.0
1976	29.6	30.1	40.2	32.8
1977	9.9	-4.0	23.4	18.7
1978	8.3	11.9	41.0	32.1
1979	7.9	12.7	25.5	20.5
1980	13.0	-21.1	21.4	17.3
1981	-3.3	-2.7	-14.4	11.6
1982	12.5	10.1	10.2	8.2
1983	44.5	44.3	35.0	28.2
15.75年总收益率	191.8%	238.5%	1 661.2%	936.4%
标准普尔公司15.75年(1968年9个月~1983年)的年均复利收益率				7.0%
特维帝·布朗公司有限合伙人15.75年的年均复利收益率				16.0%
特维帝·布朗投资公司所有合伙人15.75年的年均复利收益率				20.0%

*道·琼斯工业平均指数与标准普尔500指数收益中包括红利支付在内。

3. 沃伦·巴菲特(Warren Buffett)

表3是格雷厄姆－纽曼公司第三位员工的投资业绩记录。他在1957年成立巴菲特合伙公司。他所做出的最明智的决策就是在1969年结束合伙公司。在某种意义上讲，从此以后伯克希尔·哈撒韦公司在某种程度上是合伙公司的延续。我无法给各位一个能够公正衡量伯克希尔公司投资管理水平的单一业绩指标。但是，我认为采用任何衡量指标，你都会发现伯克希尔的投资业绩一直都令人相当满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表3 巴菲特合伙公司投资记录

年 份	道·琼斯指数总收益率(%)	合伙公司收益率(%)	有限合伙人收益率(%)
1957	−8.4	10.4	9.3
1958	38.5	40.9	32.2
1959	20.0	25.9	20.9
1960	−6.2	22.8	18.6
1961	22.4	45.9	35.9
1962	−7.6	13.9	11.9
1963	20.6	38.7	30.5
1964	18.7	27.8	22.3
1965	14.2	47.2	36.9
1966	−15.6	20.4	16.8
1967	19.0	35.9	28.4
1968	7.7	58.8	45.6
1969	−11.6	6.8	6.6
累积复利收益率			
1957	8.4	10.4	9.3
1957～1958	26.9	55.6	44.5
1957～1959	52.3	95.9	74.7
1957～1960	42.9	140.6	107.2
1957～1961	74.9	251.0	181.6
1957～1962	61.6	299.8	215.1
1957～1963	94.9	454.5	311.2
1957～1964	131.3	608.7	402.9
1957～1965	164.1	943.2	588.5
1957～1966	122.9	1 156.0	704.2
1957～1967	65.3	1 606.9	932.6
1957～1968	185.7	2 610.6	1 403.5
1957～1969	152.6	2 794.9	1 502.7
年均复利收益率	7.4	29.5	23.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 比尔·鲁安（Bill Ruane）

表4是红杉基金（the Sequoia Fund）的投资业绩记录，该基金经理是比尔·鲁安。1951年，我们在格雷厄姆的课程中结识。他从哈佛商学院毕业之后进入华尔街工作。然后，他在工作中意识到自己需要接受一种真正的商业教育，于是报名参加了格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课程，1951年，我们正是在那里相识的。从1951年到1970年间，比尔所管理的资金规模相对于平均水平而言小得多，但投资业绩却远远超过平均水平。当我结束巴菲特合伙公司时，我问鲁安能否成立一只基金公司以吸收巴菲特合伙公司原来合伙人的资金，于是，他就设立了红杉基金。他设立这只基金的时机恰恰在我结束合伙公司之时，而这是一个非常糟糕的市场时机。他正好碰上了一个双重市场，并且遭遇了价值投资者相对业绩表现非常差劲的困难时期。我非常高兴地看到，我原来的合伙人不但继续与他相守，而且追加了更多的资金，他取得如此优秀的投资业绩当然让基金持有者们非常满意。

我并非事后诸葛亮，比尔是我当时推荐给合伙人的惟一人选，并且当时我就表示如果他能取得高出标准普尔指数4个百分点的投资业绩就非常不错了。虽然他所管理的资金规模不断扩大，但是，比尔的投资业绩却远胜于此。资金规模越大，投资管理越困难，资金规模是投资业绩增长的绊脚石。虽然这并不意味资金规模扩大会使你的投资业绩无法超过平均水平，但超越平均水平的幅度会减小。如果你所管理的资金规模高达2万亿美金，这正好相当于整个股票市场的总市值，那么，你根本不可能取得超过平均水平的投资业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4　红杉基金投资业绩记录

年份	年均投资收益率变化*	
	红杉基金(%)	标准普尔 500 指数**(%)
1970(自 7 月 15 日起)	12.1	20.6
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	-24.0	-14.8
1974	-15.7	-26.4
1975	60.5	-37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	-7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984(第一季度)	-1.6	-2.4
全部期限内	775.3%	270.0%
累积复利收益率	17.2%	10.0%
加 1% 管理费	1.0%	
总投资收益率	18.2%	10.0%

*包括红利在内，红利及红杉基金资本收益分配均被视为再投资。

**本表中标准普尔 500 指数与沃特·斯科劳斯投资业绩表中的数字稍有不同，这是表中将红利再投资收益计算在内的原因。

我必须补充说明，截至目前我们所考察的投资者的业绩记录，他们各自的投资组合在整个投资期间实际上无一相同。这些投资人都是根据价格与价值间的差异来选股，但他们选择的股票却有很大不同，沃特持股最多的公司都是实力强大的公司，如哈得逊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纸业公司（Hudson Pulp & Paper）、掘都高地煤矿公司（Jeddo Highland Coal）、纽约暗色岩公司（New York Trap Rock Company），即使是偶尔阅读商业新闻的人也对这些企业耳熟能详。特维帝·布朗合伙公司所选择的股票则是那些名不见经传、默默无闻的公司。而另一方面，比尔的红杉基金选择的则是那些规模很大的企业。他们各自的投资组合中股票出现重叠的现象非常非常少。他们的投资业绩记录表明，他们并非是像前面抛硬币比赛中一个人喊出后其他 15 个人高声附和那样跟随别人进行投资，他们各自独立进行不同的投资决策。

5. 查理·芒格（Charles Munger）

表 5 的投资业绩记录来自于我的一位朋友，他毕业于哈佛法学院，并且成立了一家律师事务所。我在 1960 年前后认识他，并且对他说律师作为一种业余爱好相当不错，但是他完全可以在投资中做得更好。于是，他成立了一家投资合伙人公司，他的投资风格与沃特·斯科劳斯完全相反，他的投资组合集中于非常少数的证券，因此投资业绩的波动性很大，但他同样遵循的是寻找价值被低估股票的投资策略。他愿意接受投资业绩从高峰到低谷的大幅震荡，正如结果所表明的那样，他正好是那种心理能力完全适合集中投资的人。不用多说，这正是我在伯克希尔公司的长期合作伙伴查理·芒格的投资业绩记录。不过当他管理他自己的合伙公司时，他的投资组合与我前面提到的投资人完全不同。

表 5　查理·芒格投资业绩记录

年　份	马萨诸塞投资信托（%）	股票投资（%）	莱曼（%）	三州（%）	道·琼斯指数（%）	所有合伙人（%）	有限合伙人（%）
年收益率(1)							
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12.2	-7.6	30.1	20.1
1963	20.0	16.5	23.8	20.3	20.6	71.7	47.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年　份	马萨诸塞投资信托(%)	股票投资(%)	莱曼(%)	三州(%)	道·琼斯指数(%)	所有合伙人(%)	有限合伙人(%)
1964	15.9	14.3	13.6	13.3	18.7	49.7	33.1
1965	10.2	9.8	19.0	10.7	14.2	8.4	6.0
1966	-7.7	-9.9	-2.6	-6.9	-15.7	12.4	8.3
1967	20.0	22.8	28.0	25.4	19.0	56.2	37.5
1968	10.3	8.1	6.7	6.8	7.7	40.4	27.0
1969	-4.8	-7.9	-1.9	0.1	-11.6	28.3	21.3
1970	0.6	-4.1	-7.2	-1.0	8.7	-0.1	-0.1
1971	9.0	16.8	26.6	22.4	9.8	25.4	20.6
1972	11.0	15.2	23.7	21.4	18.2	8.3	7.3
1973	-12.5	-17.6	-14.3	-21.3	-13.1	-31.9	-31.9
1974	-25.5	-25.6	-30.3	-27.6	-23.1	-31.5	-31.5
1975	32.9	33.3	30.8	35.4	44.4	73.2	73.2
复利收益率(2)							
1962	-9.8	-13.4	14.4	-12.2	-7.6	30.1	20.1
1962~1963	8.2	0.9	6.0	5.6	11.5	123.4	77.5
1962~1964	25.4	15.3	20.4	19.6	32.4	234.4	136.3
1962~1965	38.2	26.6	43.3	32.4	51.2	262.5	150.5
1962~1966	27.5	14.1	39.5	23.2	27.5	307.5	171.3
1962~1967	53.0	40.1	78.5	54.5	51.8	536.5	273.0
1962~1968	-68.8	51.4	90.5	65.0	63.5	793.6	373.7
1962~1969	60.7	39.4	86.9	65.2	44.5	1046.5	474.6
1962~1970	-61.7	33.7	73.4	63.5	57.1	1 045.4	474.0
1962~1971	76.3	56.2	1 191.5	100.1	72.5	1 336.3	592.2
1962~1972	95.7	79.9	171.5	142.9	103.9	1 455.5	642.7
1962~1973	71.2	48.2	132.7	91.2	77.2	959.3	405.8
1962~1974	27.5	10.3	62.2	38.4	36.3	625.6	246.5
1962~1975	69.4	47.0	112.2	87.4	96.8	1 156.7	500.1
年均复利收益率	3.8	2.8	5.5	4.6	5.0	19.8	13.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 李克·古瑞恩（Rick Guerin）

表6的投资业绩记录属于查理的一位好朋友，同样并非商学院毕业，他毕业于南加州大学的数学系。毕业后他进入IBM，曾经做过一段销售工作。在我认识查理之后不久，查理又认识了他。他就是这份投资业绩记录的创造者李克·古瑞恩。从1965年到1983年标准普尔指数的复合成长率为316%，而李克·古瑞恩的投资业绩为22 200%，或许是由于他没有商学院教育背景，他认为这种非常突出的投资业绩在统计上具有显著意义。

这里我们偏离一下主题：让我感到非常奇怪的是，对于以40美分的价格买进1美元纸币这种价值投资理念，人们要么是马上就接受，要么就是根本不接受。这就像接种预防注射一样。如果一个人无法马上理解这个投资理念，我发现即使你以后对他谈上几年，并且出示各种投资业绩记录，结果仍然没有什么不同，他还是不会接受。这种投资理念如此简单，可是他们就是无法领悟。李克是一个完全没有受到正式商业教育的人，却马上就领悟了价值投资策略，并且在5分钟之后就开始学以致用。我从来没有见过一个人是在10年之内才逐渐地皈依价值投资理念的，这似乎和智商或学术教育无关，要么顿悟，要么永远无法领悟。

表6 李克管理的太平洋合伙投资公司投资业绩记录

年 份	标准普尔500指数(%)	有限合伙人(%)	所有合伙人(%)
1965	12.4	21.2	32.0
1966	-10.1	24.5	36.7
1967	23.9	120.1	180.1
1968	13.0	114.6	171.9
1969	-8.4	64.7	97.1
1970	3.9	-7.2	-7.2
1971	14.6	10.9	16.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年 份	标准普尔 500 指数(%)	有限合伙人(%)	所有合伙人(%)
1972	18.9	12.8	17.1
1973	-14.8	-42.1	-42.1
1974	-26.4	-34.4	-34.4
1975	37.2	23.4	31.2
1976	23.6	127.8	127.8
1977	-7.4	20.3	27.1
1978	6.4	28.4	37.9
1979	18.2	36.1	48.2
1980	32.3	18.1	24.1
1981	-5.0	6.0	8.0
1982	21.4	24.0	32.0
1983	22.4	18.6	24.8
标准普尔指数 19 年(1965 年～1983 年)的复利收益率			316.4%
有限合伙人 19 年的复利收益率			5 530.2%
所有合伙人 19 年的复利收益率			22 200.0%
标准普尔指数 19 年的年均复利收益率			7.8%
有限合伙人 19 年的年均复利收益率			23.6%
所有合伙人 19 年的年均复利收益率			32.9%

7. 斯坦·波尔米塔 (Stan Perlmeter)

表 7 是斯坦·波尔米塔的投资业绩记录。他毕业于密歇根大学艺术系，是波泽尔·雅各布斯 (Bozell & Jacobs) 广告公司的合伙人之一。我和他的办公室恰好位于奥玛哈市的同一栋大楼。1965 年，他发现我所从事的投资业比他从事的广告业更好，于是，他离开了广告业。与李克·古瑞恩一样，斯坦·波尔米塔在 5 分钟之内就完全接受了价值投资理念。

斯坦·波尔米塔所持有的股票与沃特·斯科劳斯不同，也与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔持有的股票不同，他们的投资记录表明，他们各自独立地进行不同的股票投资。但斯坦·波尔米塔每一次买进一只股票都是由于他确信将来卖出所获得的回报高于他所支付的买入价格，这是他惟一考虑的因素。他既不关心公司季度盈利预测多少，也不关心公司明年收益预测如何，他不在乎交易时间是周几，也不关心任何机构的投资研究报告如何评价这只股票，他对股票价格动能（momentum）、成交量等指标也丝毫不感兴趣。他只关注一个问题：这个公司的价值是多少？

表7　斯坦·波尔米塔的投资业绩记录

年　份	所有合伙人(%)	有限合伙人(%)
1965.8.1～1965.12.31	40.6	32.5
1966	6.4	5.1
1967	73.5	58.8
1968	65.0	52.0
1969	-13.8	-13.8
1970	-6.0	-6.0
1971	55.7	49.3
1972	23.6	18.9
1973	-28.1	-28.1
1974	-12.0	-12.0
1975	38.5	38.5
1976.1.1～1976.10.31	38.2	34.5
1976.11.1～1977.10.31	30.3	25.5
1977.11.1～1978.10.31	31.8	26.6
1978.11.1～1979.10.31	34.7	28.9
1979.11.1～1980.10.31	41.8	34.7
1980.11.1～1981.10.31	4.0	3.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年　份	所有合伙人(%)	有限合伙人(%)
1981. 11. 1～1982. 10. 31	29. 8	25. 4
1982. 11. 1～1983. 10. 31	22. 2	18. 4
所有合伙人投资收益率(1965. 8. 1～1983. 10. 31)		4 277. 2%
有限合伙人投资收益率(1965. 8. 1～1989. 10. 31)		2 309. 5%
所有合伙人年均复利投资收益率		23. 0%
有限合伙人年均复利投资收益率		19. 0%
1965 年 7 月 31 日道・琼斯工业平均指数		882
1983 年 10 月 31 日道・琼斯工业平均指数		1 225
道・琼斯工业平均指数包括红利在内的年均复利收益率		7%

8. 华盛顿邮报公司退休基金
(the Washington Post Company's Pension Fund)

表 8 与表 9 的投资业绩记录分别属于我参与的两家退休基金，他们并非是从我所参与的十几种退休基金中选择出来的，它们是惟一两家我能够影响其投资决策的退休基金。在这两家基金中，我引导他们转变为价值导向的投资管理人。只有非常非常少数的基金基于价值进行投资管理。表 8 是华盛顿邮报公司退休基金的投资业绩记录。几年之前，他们委托一家大型银行管理基金，后来我建议他们聘请以价值为导向的基金经理，这样能够使投资业绩更好。

正如你在投资记录中所看到的那样，从他们更换基金经理之后，其整体投资业绩在所有基金中名列前茅。华盛顿邮报公司要求基金经理人至少保持 25% 的资金投资于债券，而债券未必是基金经理人的投资选择。因此，我在表中也将其债券投资业绩包括在内，而这些数据表明他们其实并没有什么特别的债券专业技巧，他们也从未这样吹嘘过自己。虽然有 25% 的资金投资于他们所不擅长的债券领域从而拖累了他们的投资业绩，但其基金管理业绩水平仍然名列前茅。华盛顿邮报公司退休基金的投资尽管并没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过一个很长的市场低迷时期的考验，但仍然足以证明三位基金经理的许多投资决策并非后见之明。

表8　华盛顿邮报集成信托（1983年9月30日）

	1983年3季度收益率排名（%）		1年期末收益率排名（%）		2年期末收益率排名（%）*		3年期末收益率排名（%）*		5年期末收益率排名（%）*	
所有投资										
	4.1	2	22.5	10	20.6	40	18.0	10	20.2	3
	3.2	4	34.1	1	33.0	1	28.2	1	22.6	1
	5.4	1	22.2	11	28.4	3	24.5	1	–	–
集成信托	3.9	1	28.1	1	28.2	1	24.3	1	21.8	1
普通股										
	5.2	1	32.1	9	26.1	27	21.2	11	26.5	7
	3.6	5	52.9	1	46.2	1	37.8	1	29.3	3
	6.2	1	29.3	14	30.8	10	29.3	3	–	–
集成信托	4.7	1	41.2	1	37.0	1	30.4	1	27.6	1
债券										
	2.7	8	17.0	1	26.6	1	19.0	1	12.2	2
	1.6	46	7.6	48	18.3	53	12.7	84	7.4	86
	3.2	4	10.4	9	24.0	3	18.9	1	–	–
集成信托	2.2	11	9.7	14	21.1	14	15.2	24	9.3	30
债券及现金等价物										
	2.5	15	12.0	5	16.1	64	15.5	21	12.9	9
	2.1	28	9.2	29	17.1	47	14.7	41	10.8	44
	3.1	6	10.2	17	22.0	2	21.6	1	–	–
集成信托	2.4	14	10.2	17	17.8	20	16.2	2	12.5	9

* 排名表明根据 A. G. Becker 数据库基金业绩相对水平，排名用百分比表示，1 表示位于最前，水平最好，100 表示排名最后，水平最差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. FMC 公司的退休基金

表 9 的投资业绩属于 FMC 公司退休基金，我本人没有管理这家基金的一分钱，但我的确在 1974 年影响了他们的决策，说服他们选择以价值为导向的基金经理。在此之前他们采取与其他大型企业相同的方式选择基金经理。在他们转向价值投资策略之后，其投资业绩目前在贝克退休基金调查报告（the Becker survey of pension funds）中超越其他同等规模基金名列第一。1983 年该基金共有 8 位任职 1 年以上的基金经理，其中 7 位累积投资业绩超过标准普尔指数。在此期间 FMC 基金的实际业绩表现与基金平均业绩表现的净回报差额是 2.43 亿美元，FMC 将此归功于他们与众不同的基金经理选择倾向。这些基金经理未必会是我个人中意的选择，但是，他们都具有一个共同的特点，即基于价值来选择股票。

表 9　FMC 公司退休基金年均投资收益率（%）

截止期	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年
FMC									
1983	23.0								*17.1
1982	22.8	13.6	16.0	16.6	15.5	12.3	13.9	16.3	
1981	5.4	13.0	15.3	13.8	10.5	12.6	15.4		
1980	21.0	19.7	16.8	11.7	14.0	17.3			
1979	18.4	14.7	8.7	12.3	16.5				
1978	11.2	4.2	10.4	16.1					
1977	-2.3	9.8	17.8						
1976	23.8	29.3							
1975	35.0								*18.5（仅股票投资）
贝克大型退休基金									
1983	15.6								12.6
1982	21.4	11.2	13.9	13.9	12.5	9.7	10.9	12.3	
1981	1.2	10.8	11.9	10.3	7.7	8.9	10.9		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

截止期	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年
1980	20.9	NA	NA	NA	10.8	NA			
1979	13.7	NA	NA	NA	11.1				
1978	6.5	NA	NA	NA					
1977	−3.3	NA	NA						
1976	17.0	NA							
1975	24.1								
标准普尔 500 指数									
1983	22.8								15.6
1982	21.5	7.3	15.1	16.0	14.0	10.2	12.0	14.9	
1981	−5.0	12.0	14.2	12.2	8.1	10.5	14.0		
1980	32.5	25.3	18.7	11.7	14.0	17.5			
1979	18.6	12.4	5.5	9.8	14.8				
1978	6.6	−0.8	6.8	13.7					
1977	−7.7	6.9	16.1						
1976	23.7	30.3							
1975	37.2								

以上这9项投资业绩记录都来自于格雷厄姆与多德部落的投资大赢家。我并非是像事后诸葛亮那样以后见之名而从数千名投资者中挑选出他们9个大赢家，我也不是在朗读一群在中奖之前我根本不认识的彩票中奖者的名单。多年之前，我就根据投资决策的架构选择出他们进行研究。我知道他们接受过什么样的投资教育，并且在多次接触中相当了解他们的智力、品质和性格。非常重要的是我们必须要知道，这群人往往被大家想当然地认为只承受了远低于平均水平的风险，请注意，他们在股市疲弱年份的投资业绩记录同样出色。尽管他们的投资风格不同，但其投资态度却完全相同：购买的是企业权益而非股票。他们当中有些人有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时会整体收购企业，但是，他们经常更多的只是购买企业的一小部分权益。不论购买企业的整体还是购买企业的一小部分权益，他们所秉持的态度都完全相同。他们当中的有些人的投资组合有几十种股票，有些人则集中于少数几只股票。但是，每个人的投资业绩都来自于利用企业股票市场价格与其内在价值之间的差异。

价值投资风险更小却收益更高

我确信股票市场中存在着许多无效的现象。这些“格雷厄姆与多德部落”的投资人之所以成功就在于他们利用市场无效性所产生的价格与价值之间的差异。在华尔街上，股价会受到羊群效应的巨大影响，当最情绪化、最贪婪的或最沮丧的人决定股价的高低时，所谓市场价格是理性的说法就很难令人信服。事实上，市场价格经常是荒谬愚蠢的。

在价值投资中却恰恰相反。如果你以60美分买进1美元的纸币，其风险大于以40美分买进1美元的纸币，可是后者的预期报酬却更高。基于价值构造的投资组合，风险小，预期报酬会更高。

我举一个简单的例子：1973年，华盛顿邮报公司总市值为8 000万美元，那时任何一天你都可以将其资产卖给10位买家中的任何一位，而且价格不低于4亿美元，甚至还会更高，该公司拥有华盛顿邮报、新闻周刊以及几家市场地位举足轻重的电视台，这些资产目前的市场价值高达20亿美元，因此愿意支付8 000万美元的买家并非疯狂之举。

现在如果股价继续下跌，公司市值从8 000万美元跌到4 000万美元，其Beta值也会相应上升。对于用Beta值衡量风险的人来说，价格跌得越低意味着风险变得越大。这真是仙境中的艾丽丝一般的人间神话。我永远无法了解为什么用4 000万美元会比用8 000万美元购买价值4亿美元的资产风险更高，事实上，如果你能够买进好几只价值严重低估的股票，而且你精通于公司估值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么以8 000万美元买入价值4亿美元的资产，特别是分别以800万美元的价格买进10种价值4 000万美元的资产，基本上毫无风险。因为你本人无法亲自管理4亿美元的资产，所以，你希望确信你能够找到诚实并且能干的管理者共同来管理公司，但这并非一件困难之事。

同时你必须具有相应的知识，使你能够大致准确地评估企业的内在价值。但是，你不需要非常精确的评估数值，你所需要的就是格雷厄姆所说的价值大大超出价格所形成的安全边际。你不必试图以8 000万美元的价格购买价值8 300万美元的企业，你要让自己拥有一个很大的安全边际。当你建造桥梁时，你会确保这座桥能够承受3万磅的载重量，但你只准许载重1万磅的卡车通过。在投资中你应该遵循相同的安全边际原则。

价值投资将继续长期战胜市场

最后，你们当中也许那些商业头脑比较发达的人会怀疑我这番高谈阔论的动机何在。让更多的人转向价值投资必然会使价格与价值的差距更小，这反而会让我自己的投资获得机会更少。我只能告诉你早在50年前，本·格雷厄姆与多德写出《证券分析》一书时价值投资策略就公之于众了，但我实践价值投资长达35年，却从没有发现任何大众转向价值投资的趋势。似乎人类有某种把本来简单的事情变得更加复杂的顽固本性。船舶将永远环绕地球航行，但相信地球平面理论的社会（the Flat Earth Society）仍旧繁荣昌盛。在股票市场中价格与价值之间仍将继续保持很大的差距，那些信奉格雷厄姆与多德价值投资策略的投资人仍将继续取得巨大的成功。

以上是巴菲特于1984年在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版50周年的庆祝活动中发表的著名演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书以下内容都围绕这篇演讲阐述，主要结合格雷厄姆、巴菲特等最著名的投资大师的有关论述，总结归纳这篇演讲中阐述的价值投资策略的基本原理和基本操作。

本书内容主要分为三大部分。

第一部分：价值投资原理，主要阐述价值投资的基本概念和基本原理。

第1章什么是价值投资：根据价值投资的鼻祖格雷厄姆对价值投资策略的经典论述，结合最近70年间当代最伟大的投资大师巴菲特、2004年度美国最佳基金经理比尔·米勒等对价值投资策略的发展，透彻系统地阐述了价值投资的正确定义，分析了普遍流行的“价值投资”与“成长投资”的分类误区。

第2章价值投资能够长期战胜市场吗：本章首先分析回顾了近70年来数十位价值投资人战胜市场的优异业绩，然后回顾分析近年证券投资实证研究关于价值投资可以持续战胜市场的研究成果，从实践与实证研究两方面证明价值投资是有效的，能够长期战胜市场。

第3章价值投资为什么能够长期战胜市场：结合经济学的价值规律与格雷厄姆对价值投资原理的阐述，分析总结出价值投资之所以能够持续战胜市场，根本原因在于对于价值规律的合理利用。利用短期内价格与价值的偏离，价值投资人以低价买入目标股票形成的理想的安全边际；利用长期内价格向价值的回归，价值投资人以更高的价格卖出自己以前低价买入的股票，获取巨大的投资利润。

第二部分：价值投资实务。根据格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇等价值投资大师的经典论述与证券投资研究的最新成果，从投资人心理、股市波动、公司价值评估三个角度分析了价值投资实际应用中的核心关键问题。

第4章如何分析自我：理性自制性格是价值投资成功的基础。投资人并非完全理性而是有限理性，每次投资决策不可避免受到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情绪等非理性因素的影响，同时投资人的能力是有限的，投资人每次投资决策在某种程度上都是一种结果不确定的博弈。所以，投资人必须像职业棋手那样具有理性和自制的良好性格，从而提高决策的正确概率。

第 5 章如何看待市场波动。在生活中人们常认为态度决定一切，其实在投资中也是态度决定一切。格雷厄姆指出，“对待价格波动的正确的态度是所有成功的股票投资的试金石”。由于股票市场的影响力实在太巨大了，投资者要保持理性的决策是一件非常困难的事情。总结格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇一生的投资经验，我们认为成功的价值投资人在看待市场波动时，要破除希望通过预测市场来迅速致富的迷信，而集中关注公司内在价值，利用股市的波动造成价格与价值的巨大差异，来获取稳定的投资收益。

第 6 章如何评估公司价值。在公司价值评估方面，主要介绍格雷厄姆的资产价值评估方法、费雪与彼得·林奇的市盈率价值评估方法、巴菲特的现金流量价值评估方法，并在价值投资大师的经验与公司财务研究成果的基础上，提出了一个从资产、盈利、竞争优势三个方面对公司价值进行系统分析和评估的综合性分析框架。

第三部分：价值投资实践。

第 7 章 ~ 10 章对格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇四位最有影响力的价值投资大师各自不同的投资风格及其经典投资案例进行了系统的分析总结，做到了基本原理、基本操作与具体实践的紧密结合。大师们的投资策略本质上都与价值投资的科学基本原理相符合，其非常不同的风格则代表了价值投资的艺术性。这些大师将价值投资的科学性与艺术性的完美结合，正是他们数十年长期持续战胜市场的根本原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇　价值投资原理：安全边际与价值规律

我们相信这种“安全边际”原则——本杰明·格雷厄姆尤其强调这一点——是投资成功的基石。

——巴菲特

我认为我们只需要一些技巧运用简单的原则就能够在投资上做得很成功，但关键是基本原则必须正确并坚定不移。

——格雷厄姆

那些继承格雷厄姆价值投资思想的大师们一再指出，价值投资实际比较像原理，而不是定律，所以不存在所谓的“步骤一、步骤二、步骤三”的绝招。价值投资长期以来超常表现的秘诀绝不存在于任何简单的指标计算，而在于对其根本原理的深入掌握和灵活运用。格雷厄姆的《证券分析》和《聪明的投资者》都不是供投资者和资金管理人完全照搬、依葫芦画瓢的操作指南。格雷厄姆和他的追随者正是通过根据价值投资的“安全边际”基本原理，在发展变化的证券市场中发现创新形成各自独特的价值投资策略，才使价值投资思想在60多年来长盛不衰、不断发展。

1989年查尔斯·布兰迪（Charles H. Brandes）出版了《股市北斗星：高获利价值投资法》（《Value Investing Today》），1998年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第二版序言中他指出："（10 年来）价值投资的基本概念几乎没有什么改变。事实上，自从 1934 年本·格雷厄姆出版《证券分析》一书揭示价值投资的基本原则以来，价值投资的原理始终没有改变。"①

所有价值投资者遵循的都是格雷厄姆总结出来的价值投资的基本原理，安全边际。

格雷厄姆将其一生的投资经验浓缩为一句话："我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：安全边际。"② 巴菲特在伯克希尔 1992 年年报中指出："我们相信这种'安全边际'原则——本·格雷厄姆尤其强调这一点——是投资成功的基石。"

1984 年巴菲特在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版 50 周年的庆祝活动演讲中指出了价值投资之所以能够持续战胜市场的根本原因："来自'格雷厄姆－多德部落'的投资者所具备的共同智力架构是：他们探索企业的价值与该企业的市场价格之间的差异，实质上他们的成功在于充分利用二者之间的差异。"

正是永恒不变的安全边际原理，使价值投资超越了其他任何投资策略，成为一门真正的投资科学。而价值投资大师根据其自身的特长，在相同的价值投资原理基础上，采用不同的选股标准，构建不同的投资组合，从而形成了各不相同的投资风格，正体现出价值投资的运用同样是一门艺术。

价值投资的基本原理在证券投资研究中的地位，如同政治经济学的价值规律和西方经济学中的供求定理，但却很少有人进行研究。

格雷厄姆和巴菲特指出了价值投资的基本原理，并用实践以及他们从价值投资中赚取的巨大财富证明了这些基本原理的有效

---

① Charles H. Brandes：《股市北斗星：高获利价值投资法》，华文出版社，2001 年，第 1 页。
② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 311 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。但是，他们并没有去花费时间来从理论上证明这些价值投资的基本原理，他们觉得同样的时间花在投资上获得长期的超级投资利润更有真正的说服力。实践结果才是对理论最好的证明。巴菲特等格雷厄姆和多德价值投资理论的追随者们长期以来取得了超出市场平均水平的优秀业绩，这是对价值投资基本原理的最有力的证明。

当然在格雷厄姆出版《证券分析》的20世纪30年代，证券市场还处于发展初期，其规模远不能与现代证券市场相比。随着证券市场的迅速发展，对证券市场的研究也逐渐深入，越来越多的实证研究成果证明，价值投资策略能够持续战胜市场取得超额利润。

第1章　价值投资是什么

让我感到非常奇怪的是，对于以40美分的价格买进1美元纸币这种价值投资理念，人们要么是马上就接受，要么就是根本不接受。

——巴菲特

价值投资是一个在证券市场广泛应用的概念，也是一个被广泛错误应用的概念。

“价值投资”一般是指买入有诸如低市净率、低市盈率或者高红利率特征的股票。

与其相反的“成长投资”是指买入高市净率、高市盈率以及高红利率的股票。其实市净率、市盈率或者红利率的高低并不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定股票价值的高低和是否值得购买。

大多数人已经对这种流行的“价值投资”定义非常熟悉，也许他们从没有想到，这种定义是错误的。

巴菲特指出：“有些市场分析师与基金经理人口口声声将‘成长型’与‘价值型’列为两种截然相反的投资风格，只能表明他们的无知，绝不是什么真知。成长只是价值评估公式中的因素之一，经常是正面因素，但是有时是负面因素。”

名不正，言不顺，明晰价值和价值投资的基本概念是进一步研究价值投资策略的前提和基础。为此，研究价值投资之前，首先要确定股票内在价值的概念，然后在此基础上对价值投资进行正确的定义，并分析价值投资与其他投资方法的根本不同之处。

第一，我们在格雷厄姆、巴菲特等人对股票的内在价值定义的基础上，将价值投资简单地概括为一句话，以低于股票内在价值相当大的折扣价格买入股票以获取满意利润，巴菲特称为“用40美分购买价值1美元的股票”。长期以来的价值投资与成长投资的争论并没有抓住价值投资的本质，完全是不必要的争论。

第二，我们认为价值投资与技术分析、基本分析、现代资本市场理论有着根本的不同，它从不进行股价走势预测，也不进行宏观经济预测，也不相信市场是有效的，只注重分析公司的内在价值与股票价格的差异，以及如何利用这种差异来投资获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.1 价值投资的本质：寻找价值与价格的差异

来自“格雷厄姆与多德部落”的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异，实质上，他们利用二者之间的差异。

——巴菲特

在证券报刊中，“价值投资”是一个被频繁使用的术语，但遗憾的是这些文章书籍中所说的价值投资早已偏离了“价值投资”的正确定义。正所谓“名不正，言不顺”，在进一步深入研究之前，我们必须要弄清价值投资的真正含义。

首先，我们需要回到价值投资的鼻祖格雷厄姆那里，分析价值投资创始人对价值投资的定义。然后，我们分析一下价值投资的最伟大的投资大师巴菲特对价值投资定义的分析。最后，我们看看近年来价值投资的出色代表比尔·米勒对价值投资内涵的精彩阐释。这些价值投资大师对价值投资的阐述，让我们能够真正把握价值投资的本质：价值投资就是一种根据股票内在价值与股票市场价格的差距进行投资决策，以低于股票内在价值相当大的折扣价格买入股票以获取满意的利润，巴菲特形象地比喻为“用40美分购买价值1美元的股票”。

格雷厄姆：严格区分投资与投机

格雷厄姆并没有提出价值投资的概念，他对投资与投机进行了严格的区分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆在《证券分析》中指出："投资是基于详尽的分析，本金的安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。"①

格雷厄姆认为，对于一个被视为投资的证券来说，其本金必须有某种程度的安全性和满意的报酬率。

所谓的"安全"并不是指绝对安全，而是指在通常和可能的情况下可以免于遭受损失，在合理的条件下投资应不至于亏本。但是，一旦发生极不寻常或者意想不到的突发事件也会使安全性较高的股票顷刻间变成废纸。必须要有明确的、成熟的标准来定义或说明安全的含义。

而"满意的回报"不仅包括股息或利息收入而且包括资本增值和利润。格雷厄姆特别指出，所谓"满意"是一个主观性的词，只要投资者做得明智，并在投资定义的界限内，投资报酬可以是任何数量，即使很低，只是投资者愿意接受，也可称为是"满意的"。

"详尽分析"是指以既定的安全和价值标准进行的研究工作，其详尽程度以达到一定的安全性和相当满意程度的回报为准。

使本金安全和满意回报有保证的操作最好方法，就是寻找公司价值被市场过度低估的股票。

巴菲特：价值投资的本质在于寻找价值与价格的差异

1984年，巴菲特在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版50周年的庆祝活动中发表演讲时指出，人们在投资领域会发现绝大多数的"掷硬币赢家"都来自于一个极小的智力部落，他称之为"格雷厄姆与多德部落"，这个特殊智力部落存在着许多持续战胜市场的投资大赢家，这种非常集中的现象绝

① ［美］本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第41页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非“巧合”二字可以解释。巴菲特概括了“格雷厄姆与多德部落”超级投资者的共同特征，这些共同特征也正是价值投资的基本内涵：寻找价值与价格的差异。

“来自‘格雷厄姆与多德部落’的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异，实质上，他们利用二者之间的差异。”

巴菲特简单地把价值投资分为三个步骤：“如果我的公司投资机会范围非常有限，比如，仅限于那些在奥马哈（Omaha）这个小镇的私营公司，那么我会这样进行投资：首先，评估每一家公司业务的长期经济特征；其次，评估负责公司经营的管理层的能力和水平；最后，以合情合理的价格买入其中几家最好的公司的股份。我当然不会把资金平均分配投资到镇上每一家公司上。那么，为什么对于更大范围的上市公司，伯克希尔就非得采取完全不同的投资策略？而且既然发现伟大的公司和杰出的经理是如此难寻，那么为什么我们非得抛弃已经被证明成功的投资策略？（我很想说实话。）我们的座右铭是：如果你一开始就确实取得了成功，那么就不必再做新的尝试。”①

巴菲特：
价值投资与成长投资区分毫无意义

长期以来，在证券市场上，一直存在着“价值投资”与“成长投资”的争论，学术界对此进行了大量的实证研究。巴菲特在伯克希尔 1992 年年报中一针见血地指出了这种广泛使用的价值投资定义中存在的认识误区，甚至认为那个术语“价值投资”是多余的。

“你们会问，如何确定什么样的股票是‘有吸引力的’？在回

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1991.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答这个问题时，大多数分析师认为他们必须在两种习惯上认为是对立的投资策略中做出选择：‘价值’和‘成长’。实际上，许多投资专家认为这两个术语的混淆如同错穿异性服装一样可笑。”

“我们这种区分完全是无稽之谈（必须承认，几年前我本人也犯了同样的错误）。我们认为，这两种投资策略在关键之处是相互一致的：成长性总是价值评估的一部分，它构成了一种变量，其重要程度在只可以忽略不计到巨大无比之间，其对价值影响既可以是负面的，也可以是正面的。”

“另外，我们认为术语‘价值投资’是多余的，如果‘投资’不是一种寻找至少足以补偿投入资本的行为，那么什么是‘投资’呢？有意识地为买入一只股票付出比其计算出的内在价值更高的价格。希望可以很快以更高的价格卖出，这种行为应当被列为投机（当然这种投机行为既不违法，也并非不道德，但我们认为同样不可能发财致富）。”

“无论是否合适，术语‘价值投资’被广为使用。典型的，它意味着买入有诸如低市净率、低市盈率或者高红利率特征的股票。不幸的是，即使这些特征一起出现，对于投资者是否真正买入物有所值的股票并因此真正按从他的投资中获取价值的原则操作来说，它们也远不是决定性的。相应地，对立的特征——高市净率、高市盈率，以及低红利率——决不与按‘价值’买入相矛盾。”

“相似的，公司的成长性本身几乎没有告诉我们什么有关价值的信息。的确成长性常常会对价值产生积极的作用，有时达到惊人的程度。但是，这种影响非常难以确定，例如，投资者们习惯性地将大量资金投入到国内航空公司中，为毫无利润的（或更糟的）收入成长提供资本。对于这些投资者来说，如果奥维尔（Orville）[1] 没能从基蒂·霍克镇（Kitty Hawk）的地面上飞起来，那

---

① 1871年～1948年，美国发明家。1903年12月17日，奥维尔与其兄长维尔伯·莱特（Wilber Wright，1867～1912）实现了人类历史上首次有动力的、持续的、可操纵的飞行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么他们的境况本来会好得多：航空业成长得越快，所有人的灾难就越大。”

“成长性只有在公司新增投资具有诱人的回报率的时候才能使投资者受益，也就是说，只有当用来为成长性而投入的每一美元资本可以产生超过 1 美元的长期市场价值的时候。对于那些新增投资的回报率很低的公司，成长性只会伤害投资者。”

巴菲特在伯克希尔 2000 年年报中再次指出将“成长型”与“价值型”列为两种截然相反的投资风格只能表明投资人的无知：“一般的评估标准，诸如股利收益率、市盈率、或市价净值比、甚至是成长率，与价值评估毫不相关，除非它们能够在一定程度上提供一家企业未来现金流入流出的一些线索。事实上，如果一个项目前期的现金投入超过了未来该项目建成后其资产产生的现金流贴现值，成长反而会摧毁企业的价值。有些市场分析师与基金经理人口口声声将‘成长型’与‘价值型’列为两种截然相反的投资风格，只能表明他们的无知，绝不是什么真知。成长只是价值评估公式中的因素之一，经常是正面因素，但是有时是负面因素。”

1998 年，莱格·梅森资产管理公司的旗舰基金增值信托的基金经理比尔·米勒被评为年度美国最佳资产基金管理经理。他的投资策略是：“我的方法更接近于格雷厄姆所传授的理论以及沃伦·巴菲特多次详细讲到的做法，即任何投资的价值都是未来现金流量折现的价值。这个方法的窍门在于估算这个价值并理智地估算资产，然后在它大打折扣之时进行购进。”① 比尔·米勒成功的原因在于他“分清哪些是廉价低质股，哪些是廉价优质股”。他持有了大量兼具增值和成长性的廉价优质股。因此，在价值型投资与成长型投资的争论中比尔·米勒被抨击为持有成长型股票的“名不副实”的价值型基金。比尔·米勒对此专门回信，对成长型

---

① ［美］罗伯特·哈，格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年，第 110 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与价值型论战的实质进行了切中要害的分析：①

“一个更好的答案在于，价格和价值是两个完全不同、相互独立的变量。正如巴菲特所指出的那样，在增值与成长之间没有理论上的差异；任何投资的增值都是企业未来现金的流通量折成现值的结果。”

“增值和成长并不能在结合点上完全被切割开，这两个术语主要是被投资咨询家用来划分资金管理者并告知其客户的。它们代表股票的特点但不代表企业的特点。正如查理·芒格所说的，将二者区分开纯属无稽之谈。”

我们的观点：
价值投资只有一种永远不变的定义

在证券市场广泛使用“价值投资”与“成长投资”的两个术语，只是指的购买两类不同类型的股票的投资策略，这两类策略并不能保证其购买的股票是有价值的，即股票内在价值超过市场价格，所以也不一定是真正的价值投资。

我们所说的价值投资只有一种永远不变的定义，即：价值投资是在对公司内在价值详尽的分析的基础上，根据公司股票价格与内在价值的差距（即格雷厄姆所定义的“安全边际”）进行的能够保证投资资本的安全和满意的投资回报率的投资操作。

我们不愿在概念上争论，能说服我们的只有一个方法，就是你从市场获得的长期投资利润，这是衡量价值投资惟一的价值指标。

---

① ［美］罗伯特·哈，格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第115页～117页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.2 价值投资的基石：安全边际

我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：安全边际。

——格雷厄姆

格雷厄姆告诉他最喜爱的学生巴菲特两个最重要的投资规则：①

第一条规则：永远不要亏损；

第二条规则：永远不要忘记第一条。

那么，在实际投资操作中如何应用以上两条规则呢？

格雷厄姆自己给出的答案是："我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：安全边际"。②

巴菲特始终遵循导师的教诲，坚持"安全边际"原则是成功投资的基石。这正是巴菲特永不亏损的投资秘诀。巴菲特在伯克希尔 1992 年年报中指出："我们相信这种'安全边际'原则——本·格雷厄姆尤其强调这一点——是成功的基石。"

价值投资正是利用股市中价格与价值的背离，以低于价值的价格买入，以相当于或高于价值的价格卖出，从而获取超额利润。格雷厄姆认为价值投资的核心是价值和价格之间的差距，即"安全边际"。在证券的市场价格明显低于计算所得的内在价值时买进股票，最终必将产生超额回报。

格雷厄姆和巴菲特之所以非常强调安全边际原则，其根本原因是影响股票市场价格和公司经营的因素非常复杂，相对来说人的预测能力是非常有限的，很容易出现预测失误。

---

① Forbes 400，Oct 27，1987.

② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 311 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价波动是难以准确预测的，尽管股价长期来说具有向价值回归的趋势，但如何回归、何时回归是不确定的。

公司价值是难以准确预测的，同时受到公司内部因素、行业因素、宏观因素的影响，但这些因素本身是变化和不确定的，对公司价值的影响更是不确定的。

安全边际是对投资者自身能力的有限性、股票市场波动巨大的不确定性、公司发展的不确定性的一种预防和保险。有了较大的安全边际，即使我们对公司价值的评估有一定的误差、市场价格在较长的时期内仍低于价值、公司发展受到暂时的挫折，都不会妨碍我们投资资本的安全性以及保证我们取得最低程度的满意报酬率。

安全边际的内涵：价格与价值的显著差异

现代证券分析创始人、人称华尔街教父、巴菲特最尊敬的导师格雷厄姆认为，“安全边际”是价值投资的核心。尽管公司股票的市场价格涨落不定，但许多公司具有相对稳定的内在价值。训练有素且勤勉的投资者能够精确合理地衡量这一内在价值。股票的内在价值与当前交易价格通常是不相等的。基于安全边际的价值投资策略是指投资者通过公司的内在价值的估算，比较其内在价值与公司股票价格之间的差价，当两者之间的差价达到某一程度时（即安全边际）就可选择该公司股票进行投资。

格雷厄姆在他的名著《聪明的投资者》中首次提出了安全边际概念：“我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：安全边际。”①

“安全边际概念可以被用来作为试金石，以助于区别投资操作

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第311页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与投机操作。”①

“为了真正的投资，必须有一个真正的安全边际，并且，真正的安全边际可以由数据、有说服力的推理和很多实际经验得到证明。”②

“在正常条件下，为投资而购买的一般普通股，其安全边际即其大大超出现行债券利率的预期获利能力。”③

“在一个 10 年的周期中，股票盈利率超过债券利率的典型超额量可能达到所付价格的 50%。这个数据足以提供一个非常实际的安全边际——其在合适的条件下将会避免损失或使损失达到最小。如果在 20 种或更多种股票中都存在如此的安全边际，那么在完全正常的条件下，获得理想结果的可能性是很大的，这就是投资于普通股的典型策略，并且不需要对成功概率做出高质量的洞察和预测。”④

巴菲特认为安全边际是投资中最为重要的概念：

“在《聪明的投资人》最后一章中，本·格雷厄姆强烈反对所谓的匕首理论⑤：‘面对把正确投资的秘密浓缩为三个单词的挑战，我斗胆地提出一个座右铭：安全边际。’我读过这句话已经 42 年了，至今我仍然认为安全边际的概念非常正确。投资人忽视了这个非常简单的投资座右铭，从而导致他们从 20 世纪 90 年代开始遭受重大损失。”⑥

“……我们在买入价格上坚持留有一个安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 313 页。
② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 314 页。
③ ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 309 页。
④ ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 309 页。
⑤ 匕首理论的观点是，巨大的债务将促使管理层更加用心经营，就好像一把放在汽车方向盘上的匕首逼迫司机小心驾驶。
⑥ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入产生兴趣。"①

"用贴现现金流公式计算出的最便宜的股票是投资者应该买入的股票，无论公司是否在增长，无论公司的盈利是波动还是平稳，或者无论市盈率和股价与每股账面价值的比率是高是低。"②

"当然即便是对于最好的公司，你也有可能买价过高。买价过高的风险经常会出现，而且我认为实际上现在对于所有股票，包括那些竞争优势未来必定长期持续的公司股票，这种买价过高的风险已经相当大了。投资者需要清醒地认识到，在一个过热的市场中买入股票，即便是一家特别优秀的公司股票，他可能也要等待一段更长的时间后，公司所能实现的价值才能增长到与投资者支付的股价相当的水平。"③

费雪尽管没有使用安全边际的概念，但他同样指出成功投资的根本在于发现和利用市场严重低估某只股票的错误。

"任何个股在特定时点的价格，由当时金融圈对该公司、该公司所处行业，以及在某种程度内股价水平的评价决定。要决定某只股票在特定时点的价格是否有吸引力、不具吸引力或者介于两者之间，主要得看金融圈的评价偏离事实真相的程度。"④

"我们使用的'金融圈'（financial community）一词，包括全部有兴趣的人，他们可能准备以某个价格买进或卖出某只股票。每位潜在买方和卖方对价格可能造成的冲击，重要须看他们行使的买入或卖出力量有多强而定。"⑤

"投资人如能运用聪明的头脑，确定值得投资的特定公司的事实真相，远优于或远劣于目前金融圈对该公司的印象，便很有可

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1992.

② Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report，1992.

③ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1996.

④ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 229 页。

⑤ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 214 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能知道哪只股票的价格显著低估或显著高估。”①

可见，所有的价值投资大师最强调的就是股票价格低于其内在价值所形成的安全边际，这是价值投资能够持续战胜市场的根本所在。

安全边际的作用：减少风险的同时增加投资回报

安全边际是对股票市场波动巨大的不确定性和不可预测性的一种预防和保险。有了较大的安全边际，即使市场价格在较长的时期内仍低于价值，我们仍可通过公司净利润和股东权益的增长，来保证我们投资资本的安全性以及取得满意的报酬率。如果公司股票市场价格进一步下跌，我们反而能够以更大的安全边际买入公司更多的股票。巴菲特告诉我们，市场从长期来说是一台称重机，最终会回归于股票的内在价值。正如巴菲特所说：“未来永远是不确定的。在大家普遍看好时，你只能花高价从市场买入股票。所以，不确定性反而实际上是长期价值者的朋友。”②

寻找到安全边际的前提在于对公司价值的准确评估，但公司估值永远只能大致准确，却永远不可能精确。因为估值的前提在于对公司未来收益的长期预测，而预测永远不可能绝对准确。

价值评估的最大困难和挑战是内在价值取决于公司未来的长期现金流，而未来的现金流又取决于公司未来的业务情况，而未来是动态的、不确定的，预测时期越长，越难准确地进行预测。即使是股神巴菲特也不得不感叹：“价值评估，既是科学，又是

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 221 页。

② Warren Buffett：You pay a very high price in the stock market for a cheery consensus，Forbes，August 6，1979.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艺术。”①

巴菲特一再强调内在价值是估计值而不是精确值：“内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的生命中可以产生的现金流量的贴现值。但是内在价值的计算并非如此简单。正如我们定义的那样，内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的一组事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值的估计值，即使对于我和查理来说也同样如此。这正是我们从不对外公布我们对内在价值的估计值的一个原因。”②

“查理和我承认，我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。”③

“无论谁都可能告诉你，他们能够评估企业的价值，你知道所有的股票价格都在价值线上下波动不停。那些自称能够估算价值的人对他们自己的能力有过于膨胀的想法，原因是估值并不是一件那么容易的事。”④

价值评估之所以非常困难，是因为未来公司收益预测是决定公司估值准确程度的最主要因素，估值公司的核心是公司未来收益预测。

证券公司纷纷花费巨资聘请专家预测公司收益变化，股票分析师中的明星便是那些预测专家。那么，这些专家对公司收益预测的准确程度如何呢？

《金融世界》发现明星股票分析师推荐的股票涨幅比市场平均

---

① Warren Buffett：the Letter to the Partners of the Buffett Partnership，1966.

② Warren Buffet：“An Owner's Manual” to Berkshire's to Berkshire's shareholders. June 1996.

③ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1999.

④ “Buffett Talks Strategy with Students”，Omaha World-Herald，Jan 2，1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平低34%。《机构投资者》每年评选一次最优秀的分析专家，从数百个经纪公司中选出一支最优秀的明星队，由他们来预测每一个行业的收益变化。《金融世界》研究了这些明星的实际表现，发现预测专家们的真实业绩却令人吃惊的拙劣："真正的英雄少之又少，在研究期间股市平均上涨14.1%，而'明星'推荐的股票，总体上涨9.1%，比市场平均水平还低35.5%。在推荐的134种股票中，只有42种，接近1/3，上涨幅度超过标准普尔500指数的平均水平……在激烈竞争的股市中，明星似乎无能为力……他们在不该大胆时大胆，在不该小心时小心，显得非常可笑，股市仿佛与他们的预测反其道而行。"①

美国逆向投资专家德瑞曼的研究表明1973年～1991年18年间分析师收益预测平均错误率达44%。德瑞曼与M·贝利在1995年5月～6月的《金融分析学报》上发表了一篇文章，研究了1973年～1991年间分析师收益预测准确性。该文评估每一季度的收益预测一般用前3个月的数据，分析家可以在该季度前两个星期修订。研究样本公司包括纽约证券交易所、纳斯达克和美国证券交易所的主要股票1 000只。结果发现分析家们的收益预测与实际收益一直相差很大，平均错误率达44%！尽管20世纪70年代后信息技术有了飞跃发展，分析师的预测水平反而更差了。在研究期间的最近8年，平均失误率达50%，有两年达到57%、65%。② 这种巨大的预测失误率将导致投资者对公司的价值判断产生很大错误，从而导致对股价产生不合理预期，一旦公司收益公布与预测相差很大，股价必定大跌，使投资人遭受较大亏损。

事实证明，公司收益是很难预测的，股票分析师的收益预测往往很不准确。为了防止公司收益预测的错误造成价值评估太大的误差，价值投资人需要相当大的安全边际，以确保在相当小的

① ［美］戴维·德瑞曼：《逆向投资策略》，海天出版社，2001年，第36页。
② ［美］戴维·德瑞曼：《逆向投资策略》，海天出版社，2001年，第36页～37页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险程度下取得满意的投资收益率。

巴菲特强调防止估值失误的一个保守却可行的办法是坚持安全边际原则：

“尽管用来评估股票价值的公式并不复杂，但分析师，即使是经验丰富且聪明智慧的分析师在估计未来现金流时也很容易出错。在伯克希尔，我们采用两种方法来对付这个问题。第一，我们努力固守于我们相信我们可以了解的公司……第二，亦是同等重要的，我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。”①

巴菲特用他投资《华盛顿邮报》的经典案例（见前面的巴菲特最著名的演讲）说明，基于安全边际的价值投资既能减少投资风险，又能提高投资回报，采用价值投资策略风险与报酬不成正比却成反比。

1.3 价值投资与其他投资流派的比较

追随格雷厄姆与多德的投资者自然而然根本不会浪费精力去讨论什么 Beta、资本资产定价模型、不同证券投资报酬率之间的协方差。他们对这些东西丝毫不感兴趣。事实上，他们中大多数人甚至连这些名词的定义都搞不清楚。追随格雷厄姆与多德的投资人只关心两个变量：价值与价格。

——巴菲特

我总是惊奇地发现如此众多的学术研究与技术分析臭味相投，他们关注的都是股票价格和数量行为。

——巴菲特

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从股票在西方国家首次出现以来，股票投资理论就一直处在不断的发展变化之中，所有的投资理论都力求在看似没有规律、变化多端的股市里寻求可知的未来，把握胜机。随着金融证券市场的规模和影响力的不断扩大，投资领域的各种理论由初期的杂乱纷呈，渐渐演化成两种：“稳固基础理论”和“空中楼阁理论”。这两种理论又经历了多年的发展，才逐渐形成了现在我们所熟知的基本分析和技术分析两大投资流派。随着计算机技术的发展，现代投资组合管理理论在投资界的地位日益上升。

基本分析又称基本面分析，是指分析人员根据经济学、金融学、财务管理学及投资学等基本原理，对决定股票价格的基本要素，如宏观环境、经济政策、行业发展状况、上市公司的业绩、前景等进行分析，评估股票的投资价值，判断股票的合理价位，提出相应的投资建议的一种分析方法。基本分析要解决的是“应该购买何种股票”的问题。

技术分析是仅从股票的市场行为来分析股票价格未来变化趋势的方法，即将股票价格每日涨跌的变化情况，通过一系列分析指标，用绘图的方法呈现出来，以判断股票价格的变化趋势，从而决定买卖的最佳时机。技术分析要解决的是“应该何时买卖股票”的问题。

现代投资组合管理最根本的特征体现在对股价波动形成的投资风险的重视，其研究问题的基点在于投资者的投资决策是对两个目标——“预期收益最大化”和“风险最小化”的权衡。现代投资组合理论为这种权衡提供了一种行之有效的途径。

任何理性的投资者都不承认自己寻找的是卖价高于其内在价值的证券。每个人都想低价买入含金量高的股票，以高价卖出获取超额利润。但真正的价值投资者实际上是非常罕见的。价值投资与市场上流行的技术分析、基本分析、现代资产组合管理等投资方法有着很大的区别，而这些不同之处正体现了价值投资的特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资与技术分析的比较：关注公司而非股价

所谓技术分析，是指在心理预期分析的基础上，对股票市场的价格行为做出直接的分析。其特点是通过对市场过去和现在的行为，归纳和总结出一些典型的价格行为，据此预测股票市场价格的未来变化趋势。

技术分析来自于“空中楼阁”理论。空中楼阁理论是美国著名经济学家凯恩斯于1936年提出的，该理论完全抛开股票的内在价值，强调心理构造出来的空中楼阁。投资者之所以要以一定的价格购买某种股票，是因为他相信有人将以更高的价格向他购买这种股票。至于股价的高低，这并不重要，重要的是存在更大的“笨蛋”愿以更高的价格向你购买。精明的投资者无须去计算股票的内在价值，他所需做的只是抢在最大的“笨蛋”之前成交，即股价达到最高点之前买进股票，而在股价达到最高点之后将其卖出。

◆技术分析：根据历史市场价格预测未来市场价格

技术分析的理论基础是基于以下三项假设：（1）市场行为涵盖一切信息。这一假设是技术分析的基础，其主要思想是认为影响股票价格的每一个因素（包括内在的和外在的）都反映在市场行为中，不必对影响股票价格的具体因素做过多的关心。（2）价格沿趋势移动。这一假设是技术分析最根本、最核心的因素，该假设认为股票价格的变动是按一定规律进行的，股票价格有保持原来方向的惯性。正是由于这一条，技术分析者们才花费大量心血“按图索骥”，试图找出股票价格的变动规律。（3）历史会重演这一假设是我们进行技术分析的重要前提。市场运动在图表上留下的运动轨迹，常常有惊人的相似之处，可以说，技术分析的理论就是人们对过去股票价格的变动规律进行归纳总结的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术分析讲求“时机”，注重价格的走势，而根本不关心公司的财务数据、产业等，从不进行任何基本分析，不直接研究和解释引起股价变化的内在价值因素。技术分析仅是依据以往的股票成交数量和价格的历史数据来推断今后的价格趋势。随着技术指标的不断增加和完善，尤其是各种股票分析的计算机软件被普遍使用，许多短期投资者常常借助于技术分析判断股票的走势，特别是在一个较短期的过程之中的走势。

值得注意的是，至今已有多位世界著名的金融证券学者从理论上证明了股票市场的价格变化是一种随机游走过程，亦被称为“马尔可夫过程”。这种过程无记忆性，因此股价走势的历史不会重演。这些研究从理论体系的根部给了技术分析理论以致命的打击。时至今日，美国华尔街资深证券分析专家中尚无一人公开宣称自己是技术分析派。

◙价值投资：市场永远无法准确预测

巴菲特始终认为，永远不可能预测市场，因此也永远不要预测市场：“我从来没有见过能够预测市场走势的人。”他在伯克希尔1988年股东大会上说：“对于未来一年后的股市走势、利率以及经济动态，我们不做任何预测。我们过去不会、现在不会、将来也不会预测。”

彼得·林奇经历了1987年狂跌1 000点的世界上最大股灾。他发现他自己、他周围成千上万的股市预测专家、预言家、经济专家没有一人预测到市场会狂跌。彼得·林奇坦承：“我根本不相信能够预测市场”①“我还没有找到任何一个可靠的信息来源能够告诉我股市到底能上涨多少或者仅仅能够告诉我股市是涨是跌也可以。股市所有重大的上涨和下跌总是完全出乎我的意料，都让我十分吃惊。”②

---

① ［美］彼得·林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第70页。

② ［美］彼得·林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第65页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资人认为，投资人无须具备预测市场的能力仍然可以在股市上赚钱，如果不是这样的话同样不能预测市场的巴菲特、彼得·林奇可能一分钱也没赚到。可是经过同次严重的下跌行情后，巴菲特还是成为了世界第二富翁，彼得·林奇还是稳稳地坐在麦哲伦基金经理的这个位置上。价值投资人投资盈利所依靠的并非股市预测能力，而是合理利用市场对某些股票估值的严重错误。

技术分析通过正确预测市场的短期走势来盈利，其前提市场永远是对的，因此要跟随市场而不是与市场作对。而价值投资的前提是市场有时是错误的，因此要利用市场的错误低价买入，在市场纠正定价错误时获利。因此，市场定价错误时股票内在价值与市场价格严重背离，为价值投资带来了很大的投资机会。“从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者购买机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售机会。”①

◆技术分析不是一门科学，价值投资是一门科学

价值投资之父格雷厄姆认为：“图表分析不是一门科学，它在实践中不可能持久地获得成功。”②

如果说图表技术分析不是一门科学，那么其结论就可以作为可靠的预测准则，而依靠这些准则，每个人都能预测股票未来的价格变化，因此，每个人都能通过利用技术不断赚钱，这显然是不可能的。

事实上，人们不可能对处在由众多投资人控制之下的股票买卖价格做出科学预测。否则这种预测的“可靠性”将使人们采取相应的行动，而这种行动反过来又会推翻当初的预测。因此，连技术分析也不得不承认，只有在少数人掌握某种技术分析方法的

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第55页。

② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第641页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况下，才能不断地取得成功。一旦这些人取得成功，他们的技术分析方法将会被其他人大量模仿而很快失效。因此，不存在曾长期不断获得成功并广为人知的图表分析方法。

同时在技术分析的理论基础中，市场或个股的股价表现反映了那些对其感兴趣的人们的行为与态度，可能是正确的，但由此推论通过研究股价的历史表现就能断定股价的未来趋势并不一定成立，或者说历史不一定会重演。

◆价值投资比技术分析更有优势

格雷厄姆认为，价值投资比技术分析更有优势。“我们认为，证券分析与市场分析相比有几项优势，这使得前者对那些经过训练的聪明人士来说是更能获得成功的领域。在证券分析中，首要的重点放在防范不幸事件。这种防范就是坚持‘安全边际’或者保证证券价值远超于所付价格。其潜在的思想是，即使该证券并不像它表面看来那么有吸引力，投资的结果仍将是令人满意的。在市场分析中没有‘安全边际’，你要么对，要么错，如果你错了，你可就赔钱了。”①

格雷厄姆警告大家要远离对股票市场走势的技术分析：“我希望你们会允许我向你们这些证券分析师提出一个强烈的要求，恳求大家从股票市场分析中走出来，不要将两种分析方法即证券分析（Security Analysis）与市场分析（Market Analysis）掺合在一起，尽管这种努力在我们许多人看来都似乎是合理的，因为两种分析方法结合在一起，其最终结果几乎是自相矛盾的，且非常迷惑人。”②

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第644页。

② ［美］珍妮特·洛尔编：《价值再发现：走近投资大师本杰明·格雷厄姆》，机械工业出版社，2000年，第301页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资与基本分析的比较：自下而上而非自上而下

与技术分析相反，基本分析认为公司股票价格的基础建立在公司的实际经济情况上，重视分析影响公司价值的基本经济因素。基本分析一般可分为两大类：重视宏观经济因素的“自上而下”的基本分析、重视微观经济因素的“自下而上”的基本分析。价值投资与二者都有所区别。

格雷厄姆认为，根据有关国家或行业宏观经济或公司微观经济指标进行数学模型运算来机械地预测市场走势是一种伪科学，是一项不可能完成的任务：“许多预测方法成为某种伪科学，它们想当然地认为，过去偶然发生过几次（或者煞费苦心地通过一系列试错而找出的）时滞或者巧合，肯定会在将来同样地发生。因此，广义地说，通过参考机械性的指标来预测证券价格变化，同样也会像图表分析方法一样招致反对意见。它们不是真正的科学方法，因为其推断不能令人信服，而且，进一步地说，经济领域里真正科学（也就是完全可靠）的预测在逻辑上是不可能的。”①

◆“自上而下”的基本分析：预测宏观经济因素对公司价值的影响

“自上而下”的基本分析主要关注影响所有或者大多数公司的宏观经济因素：GDP、利率、通货膨胀率、汇率等。他们通过分析以上因素，预测宏观经济发展趋势，相应判断哪些公司股票会受到较大影响，形成较好的投资机会。因此他们的分析方法是自上而下，从宏观经济整体出发，再具体分析特定的公司及其股票。他们期望自己依靠对宏观经济的正确分析，超越整个市场，提前买入预计受宏观经济影响将大幅度升值的股票。

① ［美］本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 644 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆认为，这种基于宏观因素“自上而下”的基本分析的固有缺陷在于时间因素。我们很简单可靠地预测未来一段时期的高利率将会导致股市大幅下跌。但问题是“什么时候下跌多少”？迄今为止并没有回答这个问题的科学答案。

价值投资人认为，宏观经济是不可能准确预测的，因而也不可能根据根本不准确的宏观经济预测来进行准确的市场趋势预测。

“我需要提醒大家注意的是，预言家的墓地一大半是给宏观经济学家预留着的。在伯克希尔公司我们极少对宏观经济做出预测，我们也很少看到有人可以持续做出准确的预测。”①

巴菲特认为价值投资人根本不必理会经济预测，照样能够取得投资成功：

“我们将继续对政治预测和经济预测置之不理，这些东西对许多投资者和商人来说是代价高昂的消遣。30 年前，谁也没有预测到越南战争的大面积扩散、工资与物价控制、两次石油危机、总统辞职、苏联解体、道指在一天内大跌 508 点，或是短期政府债券（Treasury Bill）的收益率在 2.8% ~17.4% 之间波动。不过令人惊讶的是，这些曾经轰动一时的重大事件却从未让本·格雷厄姆的投资原则表现出细微的瑕疵，也从没有让以合理的价格买进优秀的企业出现什么失误。想像一下，若是我们因为这些莫名的恐惧而延迟或改变我们对资金的配置使用，将会使我们付出多少的代价。事实上，我们通常都是利用某些重大宏观事件导致市场悲观气氛到达顶点的时机，才找到最好的买入机会。恐惧是盲从投资者的敌人，但却是理性投资者的朋友。在往后的 30 年间，一定还会有一连串令人震惊的事件发生，我们不会妄想要去预测它或是从中获利，如果我们还能够像过去那样找到优良的企业，那么长期而言，外界的意外事件对我们的影响实属有限。”②

彼得·林奇本人每年都要接触成千上万专职进行宏观经济和

① Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2003.

② Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率预测的专家。如果这些专家连续两次预测成功的话，他们早就成为百万富翁，过着悠闲的退休生活，但事实上，他们中大多数还不得不继续依靠预测为生。每次预测的结果总是表明：在事情发生之前结果永远不会清清楚楚。正如林奇所说："你无法从后视镜中看到未来。"

因此，价值投资更倾向于自下而上的基本分析。

◆"自下而上"的基本分析：分析微观经济因素对公司价值的影响

"自下而上"的基本分析，重点分析影响公司价值的微观经济因素，包括：收益、产业、技术、管理、财务杠杆等。一般首先以证券的现价为出发点，研究证券价格如何随着影响公司价值的经济因素变化而变化。然后根据公司和行业的历史数据预测这些因素中关键因素的未来变化，相应推断公司股价的变化，其中最关键的因素是公司收益。他们认为证券价格是市场整体对公司未来收益的预期。如果他们发现自己的公司未来收益的预期要高于当前市场整体的预期，就会买入证券，等公司收益公布确实超出市场整体预期形成"惊喜"时，证券价格自然会上升，给他们以高价卖出获利的机会。

◆价值投资的核心概念：安全边际

尽管价值投资与自下而上的基本分析一样，同样重视分析影响公司价值的微观经济因素，但二者仍然有很大的区别。所有的价值投资属于自下而上的基本分析，但并非所有的自下而上的基本分析都属于价值投资，只有强调以较大的安全边际，即以低于内在价值较大的折扣价格买入的分析方法才是价值投资。

价值投资最核心的概念是安全边际，即以低于内在价值较大的折扣价格买入。安全边际总是依赖于所支付的价格，价格与公司内在价值的差异越大，安全边际越大。即使公司收益率没有预测得高，也不会影响投资者取得满意的结果。在证券的市场价格明显低于计算所得的内在价值时购买证券，最终必将产生超额回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资与现代投资组合理论的比较：市场经常无效而非有效

作为现代投资组合理论的奠基者，马柯维茨 1952 年发表《投资组合选择》论文，首次将数学上的线性规划系统地应用于给定条件下的股票投资组合问题，以分析风险和报酬及其之间的数量关系，从而建立均值－方差理论的基本框架。

1958 年，默通米勒和弗兰克·莫迪利安尼发表《资金成本、公司财务和投资理论》，对于资本结构理论的研究起了推动作用。

在马柯维茨的均值－方差组合理论的基础上，夏普（1964）、林特（1965）、莫森（1966）对资本市场总体定价行为进行了深入研究并各自独立地提出了风险资产定价均衡模型，三位学者的研究方法有所不同，但思想和结果是一致的，即著名的资产定价模型（CAPM）。上述三人的 CAPM 模型可被称为标准 CAPM 模型，标准 CAPM 模型理论是现代资本市场均衡理论的核心基础。鉴于原始资本资产价格模型的缺陷，费因切尔·布莱克将其扩展为零 β 资本资产价格模型。

罗斯等人在 1976 年开拓了一条全新的研究思路，在“完善市场中不存在套利机会”的假设下提出了资本市场均衡的“套利定价理论”，简称 APT 模型，该理论认为所有资产的收益都可用一组因素的线性组合来表述。

进入 20 世纪 80 年代，关于资产定价理论的研究重点转向上述理论模型的进一步完善和实证检验。20 世纪 90 年代起，现代资产组合理论已经把基本分析和技术分析挤出了投资学教科书，伴随 20 世纪 70 年代以来全世界电子计算机技术的市场化而逐步风靡于国际证券分析界，成为主流的投资管理技术。目前，大约 30% 的组合管理者在利用马柯维茨模型、单一指数模型、资本资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产定价模型和套利定价模型进行资产的选择和组合。

由于对于现代投资组合理论的杰出贡献，纽约市立大学马柯维茨教授、斯坦福大学威廉·夏普教授和芝加哥大学默通米勒教授还因此共同获得1990年度的诺贝尔经济学奖。

现代投资组合理论的三大核心理论基础是：

（1）理性投资者："理性人"假设是现代金融理论的一个重要基石。这里的"理性人"的假设主要有两个方面的含义：一是市场的各参与主体在进行决策时都以实现期望效用最大为准则；二是市场的各参与主体都能够根据他们所得到的信息，对市场的未来做出无偏估计。在"理性人"的假设前提下，一个必然的推论便是证券的价格反映了一切可以得到的公开信息。尽管以"理性人"为假设前提的理论分析框架一直在金融理论分析中占主导地位，但长期以来，关于"理性人"假设的合理性一直受到许多经济学家的质疑。毕竟，在现实的金融活动中，并不是所有的市场参与者都能严格满足"理性人"的假设条件。对此，传统理论的支持者又提出，只要绝大多数的市场参与者是"理性人"，那么，整个传统的理论分析框架就依然是正确的。特别是在金融资产价格方面，20世纪最著名的经济学者之一弗里德曼（Milton Friedman）提出了"资产价格是由理性投资者决定的"的论断。

（2）有效市场：有效市场假说是以投资者的完全理性为前提，投资者是理性的决策者并且按照最大效用原则来进行个体的投资行为。有效市场假说认为，如果证券市场上的证券价格能够迅速充分地反映所有有关证券价格的信息，则证券市场上的证券价格变化就是完全随机的，投资者不可能利用某些分析模式和相关信息始终如一地在证券市场上获取超额利润。有效市场具有3种形式：一是弱式有效市场——证券价格反映了所有的历史信息，投资者无法利用历史信息牟取超额利润；二是半强式有效市场——证券价格包含了所有历史信息和一切公开信息，投资者不但无法利用历史信息牟取超额利润，而且也无法利用所有公开发布的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息牟取超额利润；三是强式有效市场——证券价格不仅包含了上述两类信息，还反映了一切私下及内幕信息，在此情况下，投资者不但无法利用历史信息和所有公开发布的信息牟取超额利润，而且无法利用各种内幕消息牟取超额利润。有效市场假说对于价值投资策略有着很大的负面意义，如果有效市场假说成立，那么价值投资对于公司分析和股票价值评估是毫无意义的，不可能取得任何利润。

（3）随机漫步（Random Walk）：基于理性投资者和有效市场两个因素，随机漫步理论认为，股票投资收益率将遵循随机漫步，其概率分布近似于正态或对数分布。证券价格的波动是随机的，像一个在广场上行走的人一样，价格的下一步将走向哪里，是没有规律的。证券市场中，价格的走向受到多方面因素的影响。一件不起眼的小事也可能对市场产生巨大的影响。从长时间的价格走势图上也可以看出，价格的上下起伏的机会差不多是均等的。随机漫步理论指出，股票市场内有成千上万的精明人士，每一个人都懂得分析，而且资料流入市场都是公开的，所有人都可以知道，并无什么秘密可言。因此，股票现在的价格就已经反映了供求关系，或者离本身价值不会太远。现时股票市价的根本已经代表了千万精明人士的看法，构成了一个合理价位，因此市价波动是随意的而没有任何轨迹可循。

◆价值投资：投资者是非理性的，市场是无效的，股票在长期内向价值回归

大量的实证研究发现，投资者并非完全理性的，其行为、心理感受等主观因素在金融投资中起着很大的作用，在现实中存在诸多的认知偏差（cognitive bias）和不完全理性（less than perfectly rational），并不总是以理性的态度做出决策。投资者的非完全理性在证券投资行为中表现出各种偏激和情绪化特征，在证券市场上则表现为股票价格的各种“异象”（anomalies），而用“有效市场假说”等很难对这些“异象”给出合理的解释。现时更多相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究表明：传统金融理论的某些基本假设与投资者在金融证券市场上的实际投资行为是不相符合的，人们的实际投资决策并非如此；投资者总是过分相信自己的判断，对理性决策的偏离是系统性的。

实证研究分析表明，与有效市场假说相反，市场经常是无效的，市场价格经常偏离证券的实际价值，当这种偏离发生时，市场中会出现自我纠正的趋势，使价格围绕价值波动，而这种波动是不可预测的。其实这正是价值发生作用的表现形式。证券交易按照证券的价值进行，但绝不是说每一次具体的交易中证券价格都与它的价值相符合。证券市场中，市场供求关系每时每刻都在不停地变化，因而交易价格是随着供求关系的变化时有涨落的，有时高于它的价值，有时又低于它的价值。正是股票市场的上述特性形成了价值投资策略的长期有效性——在长期内，许多公司股票有时会被众多非理性投资者严重低估，价值投资人根据对公司价值的理性分析后以较大的安全边际买入，随着价格向价值回归，使价值投资人在长期内能够持续获得超额利润。

巴菲特对现代投资组合理论根本不屑一顾："在我看来，依靠那些晦涩难懂的公式、计算机程序或者股票和市场的价格行为形成的指标，绝不可能取得投资成功。"

巴菲特指出了价值与现代投资组合理论的根本不同："来自'格雷厄姆与多德部落'的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异。实质上，他们利用二者之间的差异，却毫不在意有效市场理论家们所关心的那些问题：股票买入应该在周一还是周二，在1月还是7月等。简而言之，企业家收购企业的投资方式，正是追随格雷厄姆与多德的投资者在购买流通股票时所采用的投资方式——我十分怀疑有多少企业家会在收购决策中特别强调交易必须在一年中的某个特定月份或一周中的某个特定日子进行。如果企业整体收购在周一或周五进行没有任何差别，那么我无法理解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些学究们为什么会花费大量的时间和精力研究代表该企业一小部分股权的股票交易时间的不同将会对投资业绩有什么影响。追随格雷厄姆与多德的投资者自然而然根本不会浪费精力去讨论什么 Beta、资本资产定价模型、不同证券投资报酬率之间的协方差。他们对这些东西丝毫不感兴趣。事实上，他们中大多数人甚至连这些名词的定义都搞不清楚。追随格雷厄姆与多德的投资人只关心两个变量：价值与价格。"①

价值投资与现代投资组合理论一个非常显著的区别是，现代投资组合理论需要运用非常复杂的数学模型，而价值投资只需要很简单的数学运算。

格雷厄姆说："在 44 年的华尔街的工作和研究中，我从没发现哪一种关于普通股票价值或投资策略的计算是可靠的，尽管这些计算走出了简单数学或基础代数的范围。无论何时，如果你发现微积分或高等代数被引入进来就要提高警惕了：它的使用者正在试图用理论来代替经验，这也常常是在为投机者提供虚假的投资信息。"②

巴菲特认为成功的投资并不需要高等数学知识：

"如果高等数学是必需的，我就得回去送报纸了，我从来没发现在投资中高等数学有什么作用。"③

"你不需要成为一个火箭专家。投资并非一个智商为 160 的人就能击败智商为 130 的人的游戏。"④

"我总是惊奇地发现如此众多的学术研究与技术分析臭味相投，他们关注的都是股票价格和数量行为。你能想像整体收购一

---

① Warren E. , Buffett, 1984, "The Super-investors of Graham-and-Doddsville", the Columbia Business School magazine (Fall 1984): 4 ~ 15.

② [美] 珍妮特 · 洛尔:《格雷厄姆论价值投资》，海南出版社，1999 年，第 176 页。

③ Warren E. Buffett: speech on December 6, 1994 at the New York Society of Financial Analysts.

④ Fromson, Brett Duval: Are these the new Warren Buffetts? (1990 Investor's Guide) Fortune, September, 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家企业只是因为其价格在前两周显著上涨？当然，关于价格与数量因素的研究泛滥成灾的原因在于电脑的普及应用，电脑制造出了无穷无尽的关于股价和成交数量的数据。这些研究毫无必要因为它们毫无用途，这些研究出现的原因只是因为有大量的现成数据，而且学者们辛辛苦苦学会了玩弄数据的高深数学技巧。一旦人们掌握了那些技巧，不运用就会产生一种负罪感，即使这些技巧的运用根本没有任何作用甚至会有副作用。正如一位朋友所言，对于一个拿着斧子的人来说，什么东西看起来都像一颗钉子。”①

第2章 价值投资能够持续战胜市场吗

我实践价值投资长达35年间，却从没有发现任何大众转向价值投资的趋势。似乎人类有某种把本来简单的事情变得更加复杂的顽固本性。

——巴菲特

从格雷厄姆1934年出版《证券分析》提出价值投资以后，70多年来证券市场不断发展壮大，已经发生了巨大的变化，那么，价值投资在这70年期间一直有效吗？答案是：有效，而且是非常有效，甚至可以说价值投资是惟一能够持续战胜市场的投资策略。

在价值投资实践上，巴菲特等众多价值投资大师几十年以来

① Warren E., Buffett, 1984, “The Super-investors of Graham-and-Doddsville”, the Columbia Business School magazine (Fall 1984): 4~15.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以很大优势持续战胜市场的稳定业绩，证明了价值投资策略的长期有效性。

在价值投资学术研究中，许多实证研究结果也证明，基于安全边际的价值投资能够取得超出市场平均水平的投资业绩，而且这种超额收益并非来自于高风险，相反价值投资策略的相对风险更小，价值投资策略是一种收益更高而且风险更小的投资策略。

2.1 实践证据：价值投资大师 70年持续战胜市场的超级业绩

尽管所有的学术研究都关注类似于价格、数量、周期性、市值规模等因素对股价表现的影响，却从来没有证据表明学术界有兴趣研究这群非同寻常集中的价值导向的大赢家们所采用的投资策略。

——巴菲特

1934年年底，本杰明·格雷厄姆完成了他酝酿已久的《证券分析》①（与戴维·多德合著）这部划时代的著作，标志着证券分析业和价值投资思想的诞生。此书在长达60多年的时间内共发行了五版，被誉为投资者的“圣经”。许多20世纪伟大的基金经理人与今天市场上表现最优异的基金经理人大都是格雷厄姆和多德的追随者。几乎所有能够持续战胜市场的基金经理人所使用的方法，皆衍生于格雷厄姆的价值投资思想。价值投资人50年来年复

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一年持续战胜市场，这是证券市场非常罕见的优异业绩。但关于价值投资的学术研究却非常少，这也正是本文研究价值投资的原因。

本书后面将详细介绍格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇的投资业绩，在此让我们先欣赏一下这些著名价值投资大师惊人的优异业绩。

◆沃特·斯科劳斯

沃特·斯科劳斯20世纪30年代末期在纽约证券交易学院师从格雷厄姆。1934年，他加入格雷厄姆的公司，并工作了9年多。1955年起开始经营自己的公司进行价值投资，1973年他的儿子埃德温·斯科劳斯加入。沃特·斯科劳斯和埃德温·斯科劳斯长期以来严格遵循格雷厄姆的投资原则：购买便宜的股票。他们父子从1956年到2000年的45年间，实现了年均高达15.3%复利计算的回报率，而相应地标准普尔指数总回报率为11.5%。也就是说，他们父子管理的每1美元投资45年后升值到662美元，而投资于标准普尔指数的每1美元只升值到118美元。

沃特·斯科劳斯和埃德温·斯科劳斯只有很简陋的办公室，他们从不访问客户，很少谈到管理和与分析师交流，也不上网，他们只相信自己的分析。沃特·斯科劳斯和埃德温·斯科劳斯长期以来严格遵循格雷厄姆的投资原则：购买便宜的股票。他们关注公司的业务，但更重视公司的资产。他们集中精力研究上市公司每个季度的财务报表，寻找那些股票价格低于账面净资产的股票。他们也关注公司的盈利能力，但强调一定的资产价值作为保障。因为他们认为公司的资产价值要比盈利稳定得多。

◆约翰·内夫

约翰·内夫在1964年～1995年间管理温莎基金（Windsor Fund），他在长达31年的管理期间有21年战胜了标准普尔指数。1988年，温莎基金取得14.3%的年复合收益率，而现期标准普尔市场平均收益率只有9.4%。1988年～1997年20年间，他还主持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营吉米尼基金，其增值率达到同期市场平均水平的两倍。此外，他还连续经营了红利基金达10多年，该公司的绩效也大约为市场平均水平的两倍。内夫经营的基金几乎年年都能名列所有基金中的最优的5%的行列。尤其令人吃惊的是，他现在经营巨额资本时仍能保持同样的业绩。温莎基金本身已连续多年名列数十亿基金美元的巨额基金之列。1988年年末，以59亿美元的资本额成为全美最大的资本与收益基金之一。①

内夫是一个长期价值投资者，他只是在某种股票跌至很低的价位，而且其趋势也很差时才买入。内夫关注的是上市公司的内在本质，他寻找的是处于低价位的好公司，专注于寻找那些市盈率低其收益率通常又是出奇高的股票。他总是买入他称为“被误解的、愁苦的”股票，这些股票不被市场青睐、令投资者心存疑虑、裹足不前。内夫坚信投资成功的关键是比他人研究得更深入，并不断检测自己的数据，一旦做出决定，要坚守自己的决定，耐心最重要。

◆比尔·鲁安

红杉基金的比尔·鲁安1951年报名参加了格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课程，也正是在那里与巴菲特成为同学并成为朋友。从1951年~1970年间，比尔所管理的资金规模相对于平均水平而言小得多，但投资业绩却远远超过平均水平。当巴菲特结束巴菲特合伙公司时，他问鲁安能否成立一只基金公司以吸收巴菲特合伙公司原来合伙人的资金，于是，鲁安就设立了红杉基金。从1970年~1984年的15年间，该公司取得了年复利收益率为18.2%的惊人业绩，超越了标准普尔500指数8.2个百分点。

◆特维帝·布朗

1958年格雷厄姆的学生汤姆·科拿普加入特维帝·布朗家庭的投资公司。该公司彻底贯彻格雷厄姆的严格选股原则，买进股

---

① ［美］约翰·特雷恩：《新金融大师》，海南出版社，1998年12月，第148页~139页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价低于公司净流动资产与账面价值的股票，并特别关注被低估的小盘股。自 1975 年以来该投资公司一直保持着优异的业绩。

◆查尔斯·布兰迪

全球权益债户（Global Equity Acount）的基金经理人查尔斯·布兰迪从 1974 年起一直坚守格雷厄姆的价值评估法则，强调必须持有具备低市净率、市销率、市盈率的股票，且盈利报酬率必须比公司债券收益率高。如果 1980 年投资10 000美元于他的基金，到 1997 年年底收益将为241 000美元，而同期标准普尔 500 指数收益只有 170 000美元。

◆坦普尔曼

1959 年～1978 年的 20 年间，如果投资于坦普尔曼成长股基金，并且将股利继续进行投资，那么投资1 000美元可以增值到20 000美元，极少数的基金能够拥有如此优异的表现。在此期间，坦普尔曼基金的收益率名列所有基金的前列。据《基金调查》统计表明，该基金在牛市中盈利能力居前 20 位，在熊市中避免亏损的能力居前 5 位。而同样投资于成长股且规模要大得多的普莱斯的新地平线基金在牛市中业绩非常突出，但在熊市中却比坦普尔曼基金落后了 200 多位。① 因此，坦普尔曼基金优异且稳定的表现可以说是一个奇迹。当然这与该基金规模相对较小有一定关系。

坦普尔曼的投资理念基本可以概括为：在各个市场中寻找价值严重低估的股票。他研究了许多其客户们一无所知的小公司，并买入那些他确信价值非常可靠的股票。他的投资策略以随机应变而著称。他认为任何事物都有自身的季节，并且每一个季节都不会永远地延续。世界在不断变化，投资也应该相应变化。普莱斯成长型股票的哲学曾经在相当时期内非常流行，但最后这些股票的价值由于过分高估而变得很不合理，那种认为公司早期的成

---

① ［美］约翰·特雷恩著，姚文平，孙林译：《跟我学投资》，江苏人民出版社，2001 年 9 月第 1 版，第 181 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长率会一直持续下去是不理性的。他认为不要相信原则和公司是永远不变的，最重要的原则是保持应变能力，投资者在一切看来都正常的时候也要随时准备改变。

◆T·罗·普赖斯

如果说是费雪第一个系统地提出了成长股投资策略的话，那么将其发扬光大并完善的则是T·罗·普赖斯。T·罗·普赖斯是继格雷厄姆后又一个最杰出的投资大师，在华尔街上，他的成长股投资理论与格雷厄姆的理论一样闻名。T·罗·普赖斯还创建了最大的资本集团基金。他成立的T·罗·普赖斯联合国际公司控制着220亿美元的资产。

从1965年起普赖斯已整整做了30年投资成长股的倡导者。逐渐地他有了许多追随者，并且成立了一个庞大的基金，他的投资方法被称为“T·罗·普赖斯方法”（T. Rowe Price approach），在华尔街上与“真正的本·格雷厄姆标准”（a real Ben Graham situation）齐名，他投资的股票被称为“T·罗·普赖斯股票”。

20世纪60年代末期，他将自己的资产转让给合伙人，放弃了对T·罗·普赖斯基金的控制权和管理权，他还减少了成长股的持有量，把资产转让给合伙人。1972年～1974年，股灾发生，成长型股票陷入了大灾难，股价从前期最高价位下跌了75%～80%。普赖斯私人财产主要投向能够抵御通货膨胀风险的资产，如房地产、自然资源、金银和债券等，成功地躲过了1973年～1974年高价股的暴跌。

普赖斯能够成功地躲过股市的大空难，是因为他非常高超地运用了成长股投资策略，他没有呆板地运用这种方法，而是赋予其一种弹性和实际的成分。他始终认为坚持直觉、尊重现实和灵活应变是投资的最高境界。

◆马里奥·加比利

马里奥·加比利1967年毕业于哥伦比亚大学商学院，在格雷厄姆《证券分析》第五版的合著者罗杰·墨瑞的教导下接受了价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资策略。毕业后，他进入华尔街工作。1977 年创建了加比利资产管理公司。1997 年被《晨星》杂志评为最佳基金管理人。1999 年初，加比利资产管理公司在纽约证券交易市场挂牌上市。到 2000 年，他的共同基金资产管理规模已经高达 200 亿美元。

随着格雷厄姆投资方法的公开与普及，如今的信息时代使低于净流动资产的股票消失无踪。现代的价值投资者必须寻找新的识别价值低估股票的价值指标。20 世纪 70 年代后期加比利提出私人市场价值（Private Market Value，PMV）这一新的价值衡量指标，即一个了解信息的实业家为了购买具备类似特征的资产所愿意付出的价值，并通过大量投资股价远远低于私人市场价值的股票来赚取大量利润，这一理念使其名扬天下。

◆格伦·格林伯格

格伦·格林伯格在哥伦比亚商学院读了 MBA，他从 1973 起在 J·P·摩根从事了 5 年的资产管理工作。1984 年与约翰·夏皮诺成立了酋长资产管理公司，目前管理着 30 多亿美元的资产。1984 年～2000 年的 17 年里，公司资金账户每年递增 25%（扣除投资咨询费用之前），而同期标准普尔的平均工业指数只有 16% 的增长率。格林伯格寻找具有“两寸击球”特征的股票，也就是高回报和低风险并且在合适价位出售的公司股票，集中投资，长期持有。

◆迈克尔·普瑞斯

迈克尔·普瑞斯年轻时就是破产投资专家迈克斯·海因的助手。1988 年海因去世后接管并控制了海因共同股票基金（Heine's Mutual Shares Fund）及其下属的一些规模较小的基金。迈克尔·普瑞斯和迈克斯·海因刚起步时，共同股份只管理着 500 万美元左右的资金，由于该基金成功的业绩，基金规模迅速增长，目前共同股份及其兄弟基金管理着 160 亿美元的资金。在共同股份 20 年历史中，其年平均回报近 20%。1996 年，迈克尔·普瑞斯把基金出售给“富兰克林资源基金”，双方合作成立了富兰克林和海因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金。

为了估计公司的内在价值，普瑞斯首先问一个问题：一个信息完备的买家愿意花多少钱购买整个公司呢？他通过研究并购交易记录来寻找答案。普瑞斯观察所有的并购交易，非常关注那些预期公司将发生亏损、陷于困境、股价再创新低方面的信息，以寻找廉价股票。他对廉价股票的定义是那些股价比估计的内在价值（由公司控制权市场决定）低40%的股票。

普莱斯发展出了“攻击性价值投资策略”。他在个别公司持有很重仓位，然后强迫管理层进行他认为能够提升股票价值的措施。当他成功撤换公司的高层管理人员时，股价随即上涨。从1990年~1997年，他的旗舰基金 Mutual Shares Z 的业绩几乎超越了所有的基金经理人。

2.2 实证研究：价值投资以高收益和低风险持续战胜市场

> 如果你以60美分买进1美元的纸币，其风险大于以40美分买进1美元的纸币，但后者的预期报酬却更高。基于价值构造的投资组合，预期报酬更大，风险却更低。
>
> ——巴菲特

投资者在买入价格上留有足够的安全边际，不仅能降低因为预测失误引起的投资风险，而且在预测基本正确的情况下，可以降低买入成本，在保证本金安全的前提下获取稳定的投资回报。

巴菲特指出，根据安全边际进行价值投资的投资报酬与风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不成正比而成反比，风险越低往往报酬越高。简而言之，根据安全边际进行的价值投资，风险更低，收益却更高。

目前已经有许多学术研究支持巴菲特关于基于安全边际的价值投资风险更低却收益更高的结论。这些实证研究根据一些财务指标与股票价格的比率分析（价格与收益比，价格与账面值比、价格与现金流量比等）表明，投资于低市盈率、低股价股利收入比率、低股价现金流比率股票，能够取得超额投资利润。这些指标尽管并不能直接表示安全边际的大小，但可以间接证明比率较低的公司股票相对于比率较高的公司股票可能被低估，所以，相对而言具有较大的安全边际。因此，其研究结论对于投资者采用安全边际投资策略提供了更多的依据。

低市净率股票可以持续战胜市场

法玛和弗兰奇（1992）① 对市值和市净率（每股市价与每股净资产的比率）对投资收益的影响做过一个经典的研究。这一研究的年代跨度为 1963 年～1990 年，包括所有在纽约证券交易所（NYSE）、美国证券交易所（AMEX）和纳斯达克（NASDAQ）挂牌的非金融企业的股票。所有股票按 P/BV 比率分成 10 个投资组合，每个投资组合再根据市值规模分成 10 个投资组合。其投资收益情况如表 2.1：

① Fama, E. F. and K. R. French, 1992, *The Cross-Section of Expected Returns*, Journal of Finance , V47, 427～466.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.1 NYSE、AMEX 和 NASDAQ
上市公司高低市净率股票投资收益对比
（每个市净率分组再根据市值分组）

市值分组	市净率分组（%）									
	最高比率									最低比率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1（小市值）	8.4	13.7	14.4	17.2	18.7	18.1	20.4	20.5	21.8	23.0
2	5.2	12.6	11.5	14.3	16.0	14.3	19.0	15.4	17.2	21.5
3	6.7	10.6	14.8	11.4	16.3	15.6	15.6	16.8	18.5	19.2
4	4.7	8.6	12.7	16.3	13.6	14.5	16.1	19.1	18.1	17.6
5	10.6	7.8	13.0	17.6	13.6	17.2	17.3	15.1	18.2	17.9
6	8.4	11.8	13.7	14.8	11.3	15.2	14.3	14.3	14.9	18.0
7	11.4	12.0	11.9	10.0	11.9	13.6	11.9	13.9	13.2	17.6
8	7.9	13.6	10.9	11.4	11.9	12.1	13.8	12.6	15.5	18.6
9	5.3	10.7	11.0	12.0	12.6	11.2	9.8	13.3	12.5	14.6
10（大市值）	11.2	10.6	10.1	8.5	9.5	10.0	9.7	11.5	11.6	14.2
10 组中的所有公司	7.7	11.8	12.7	14.0	14.9	15.1	16.7	16.8	18.0	19.6

研究表明，最低市净率投资组合中小市值股票投资收益最高，同时在同一类市值规模分组中，市净率股票投资收益最高。

另外，回归检验表明，β 系数、市值、市净率、市盈率、财务杠杆四种指标的未来投资收益预测能力比较，市净率都是最有效的指标。

约瑟夫·拉格尼沙克（Josef Lakonishok）、罗伯特·维什尼（Robert W. Vishny）、安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）（1993）①

① Josef Lakonishok, Robert W. Vishny, Andrei Shleifer: *Contrarian Investment, Extrapolation and Risk*, Working Paper No. 4360, National Bureau of Economic Research, May 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检验了纽约股票交易所和美国股票交易所上市公司投资收益率与市净率的相关性（1968 年 4 月 30 日～1990 年 4 月 30 日），结果如表 2.2：

表 2.2　纽约股票交易所和美国股票交易所上市公司投资收益率与市净率的相关性
（1968 年 4 月 30 日～1990 年 4 月 30 日）

组合持有年限	市净率%									
	高市净率									低市净率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
第 1 年	11.0	11.7	13.5	12.3	13.1	15.4	15.4	17.0	18.3	17.3
第 2 年	7.9	10.7	14.0	14.5	15.3	15.6	16.9	16.4	18.2	18.8
第 3 年	10.7	13.2	15.5	16.7	16.5	17.2	19.1	20.7	19.6	20.4
第 4 年	8.1	13.3	13.6	16.0	17.0	16.9	18.8	20.4	21.3	20.7
第 5 年	8.8	13.7	16.3	17.5	17.1	17.6	21.6	20.1	20.6	21.5
5 年内年平均收益	9.3	12.5	14.6	15.4	15.8	16.6	18.4	18.9	19.6	19.8
5 年累积总收益	56.0	80.2	97.3	104.5	108.2	115.2	132.0	137.5	144.9	146.2

持有低市净率股票投资收益高于高市净率股票的收益是可持续的。持有 1 年期的低市净率投资组合在 22 年中有 16 年胜出，持有 3 年期则有 18 年胜出，持有 5 年期则各年均胜出。检验结果如表 2.3：

表 2.3　持有高市净率股票与低市净率股票的收益比较

组合构成年份	持有期限		
	1 年优于(劣于)%	2 年优于(劣于)%	3 年优于(劣于)%
1968	9.8	20.1	34.4
1969	7.4	7.0	30.3
1970	2.3	3.2	27.9
1971	(10.8)	15.6	46.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

组合构成年份	持有期限		
	1 年优于(劣于)%	2 年优于(劣于)%	3 年优于(劣于)%
1972	9.8	32.8	78.4
1973	4.2	45.0	92.5
1974	5.0	64.2	172.6
1975	41.8	103.4	118.2
1976	13.2	72.7	99.3
1977	19.5	18.1	61.4
1978	3.7	(26.4)	28.6
1979	(20.7)	(12.3)	56.9
1980	(3.4)	106.6	167.6
1981	18.5	81.0	195.5
1982	24.0	58.9	147.7
1983	22.1	25.6	64.8
1984	4.3	32.4	64.0
1985	(0.7)	23.7	29.9
1986	5.1	14.9	
1987	7.8	1.5	
1988	(3.7)		
1989	(20.7)		

持有低市净率股票的投资组合的超额收益并非由于组合的高风险而产生。持有低市净率股票的投资组合的收益在股市最好的25个月及随后的88个月内都战胜了高市净率的投资组合，股市最好的25个月及随后的122个月内也是如此（如表2.4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.4 在最好及最坏月份纽约股票交易所和美国股票交易所上市公司月平均投资收益率与市净率的相关性

（1968 年 4 月 30 日～1990 年 4 月 30 日）

组合持有年限	市净率%									
	低市净率									高市净率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
最坏的 25 个月	(11.2)	(11.0)	(10.4)	(10.0)	(9.7)	(9.1)	(9.3)	(9.2)	(9.8)	(10.2)
市场下跌后最坏的 88 个月	(2.9)	(2.8)	(2.6)	(2.5)	(2.3)	(2.0)	(2.1)	(2.0)	(1.8)	(2.2)
最坏的 25 个月	11.4	11.4	11.9	11.3	11.2	11.3	11.8	12.6	13.3	14.8
市场上升后最好的 122 个月	3.8	4.0	3.9	3.7	3.6	3.7	3.8	3.7	3.8	3.9

基于以上检验，他们得出以下结论：价值投资策略（持有低市净率的投资组合）的收益所有情况下都战胜了成长投资策略（高市净率的投资组合），在某些情况显著战胜，而且在股市下跌时期表现更好。检验表明，价值投资策略并没有给投资者带来更大的风险。

低市盈率股票可以持续战胜市场

约瑟夫·拉格尼沙克，罗伯特·维什尼和安德烈·施莱弗（1993）对市盈率对投资收益率的影响也做了研究。他们将纽约证券交易所所有上市公司股票根据 PE 进行排序，并等分为 10 组。在 1968 年 4 月 30 日最初形成投资组合，新的投资组合在次年 4 月 30 日形成，如此循环直到 1990 年。投资组合持有 5 年，分别计算年收益率、5 年年平均收益率、平均 5 年累积收益率。其研究结果如表 2.5：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.5 NYSE 和 AMSE 所有上市公司投资收益率与市盈率的关系

（1968 年 4 月～1990 年 4 月）

组合形成	市盈率分组（%）									
	高市盈率									低市盈率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
第 1 年	12.3	12.5	14.0	13.0	13.5	15.6	17.0	18.0	19.3	16.2
第 2 年	10.1	11.3	12.4	14.3	16.7	16.4	18.0	18.5	18.3	17.4
第 3 年	11.8	13.8	15.7	17.1	17.1	19.1	19.8	18.8	18.8	19.5
第 4 年	11.1	12.4	14.5	15.1	15.7	15.9	19.8	19.9	20.5	21.4
第 5 年	11.9	12.9	15.1	16.7	17.1	16.8	19.6	20.1	21.1	20.7
5 年年平均收益率	11.4	12.6	14.3	15.2	16.0	16.7	18.8	19.1	19.6	19.0
5 年累积总收益率	71.7	80.8	95.3	103.1	110.2	116.8	137.0	139.3	144.6	138.8

低股价现金流比率股票可以持续战胜市场

约瑟夫·拉格尼沙克，罗伯特·维什尼和安德烈·施莱弗（1993）对股价现金流比率对投资收益率的影响也做了研究。他们将纽约证券交易所和美国证券交易所所有上市公司股票根据股价现金流比率进行排序，并等分为 10 组。在 1968 年 4 月 30 日最初形成投资组合，新的投资组合在次年 4 月 30 日形成，如此循环直到 1990 年。投资组合持有 5 年，分别计算年收益率、5 年年平均收益率、平均 5 年累积收益率。研究结果如表 2.6：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.6　1968 年 4 月～1990 年 4 月所有 NYSE 和 AMSE 上市公司股价现金流比率与投资收益率的关系

组合形成后持有年限	股价现金流比率分组(%)									
	高股价现金流比率									低股价现金流比率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
第 1 年	8.4	12.4	14.0	14.0	15.3	14.8	15.7	17.8	18.3	18.3
第 2 年	6.7	10.8	12.6	15.3	15.6	17.0	17.7	18.0	18.3	19.0
第 3 年	9.6	13.3	15.3	17.2	17.0	19.1	19.1	20.2	19.3	20.4
第 4 年	9.8	11.1	14.6	15.9	16.6	17.2	18.2	19.2	22.3	21.8
第 5 年	10.8	13.4	16.1	16.2	18.7	17.7	19.1	20.9	21.2	20.8
5 年年平均收益率	9.1	12.2	14.5	15.7	16.6	17.1	18.0	19.2	19.9	20.1
5 年累积总收益	54.3	77.9	96.9	107.4	115.8	120.6	128.3	140.6	147.6	149.4

他们还用股价现金流比率最低的两组股票投资收益率减去股价现金流比率最高两组的投资收益率，检验了低股价现金流比率股票相对于高股价现金流比率股票的超额收益率的持续性（如表 2.7）。

表 2.7　1968 年～1990 年低股价现金流公司相对于高股价现金流公司持有 1 年、3 年、5 年的超额投资收益率

组合形成年份	持有期限		
	1 年好(坏)(%)	2 年好(坏)(%)	3 年好(坏)(%)
1968	2.2	28.7	47.4
1969	12.3	19.5	41.0
1970	13.5	24.6	42.8
1971	(7.8)	23.1	47.8
1972	15.5	31.9	69.3
1973	2.1	38.2	84.6
1974	(0.7)	49.6	134.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

组合形成年份	持有期限		
	1 年好(坏)(%)	2 年好(坏)(%)	3 年好(坏)(%)
1975	26.2	81.6	131.0
1976	17.4	67.3	146.8
1977	19.3	24.7	76.4
1978	4.8	(10.6)	27.2
1979	(16.8)	(10.2)	27.4
1980	3.9	74.6	122.5
1981	20.3	65.0	158.4
1982	(3.2)	33.8	125.3
1983	20.4	33.2	85.1
1984	19.2	55.2	88.8
1985	1.4	32.2	57.6
1986	10.8	33.9	
1987	9.3	17.0	
1988	9.2		
1989	(6.3)		

研究表明，持有 1 年期限时低股价现金流比率股票在 22 年中的 17 年里战胜高股价现金流比率股票，持有 3 年期限时低股价现金流比率股票在 20 年中的 18 年里战胜高股价现金流比率股票，持有 5 年期限时低股价现金流比率股票在所有年份都战胜高股价现金流比率股票。

为了检验低股价现金流比率股票战胜高股价现金流比率股票是否风险更高，拉格尼沙克、维什尼和施莱弗计算了不同股价现金流比率股票在股市好坏月份的月度投资收益率。研究结果如表2.8：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.8 在 1968 年 4 月 30 日～1990 年 4 月 30 日最坏和最好的股市月份平均月投资收益率与股价现金流比率的关系

时间	股价现金流比率（%）									
	最高股价现金流比率									最低股价现金流比率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
股票市场最坏的 25 个月	(11.8)	(11.1)	(10.6)	(10.3)	(9.7)	(9.5)	(9.0)	(8.7)	(8.8)	(9.8)
股市下跌后最坏的 88 个月	(3.0)	(2.8)	(2.7)	(2.4)	(2.3)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	(1.6)	(2.0)
股票市场最好的 25 个月	12.1	12.5	12.2	11.9	11.6	10.9	11.2	11.5	11.9	13.6
股市上升后最好的 122 个月	3.7	3.9	4.0	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.8

研究表明，在股市最坏的 25 个月以及股市下跌后最坏的 88 个月，低股价现金流比率股票战胜高股价现金流比率股票。在股票市场最好的 25 个月低股价现金流比率股票战胜高股价现金流比率股票，在股市上升后最好的 122 个月内二者收益率相近。他们总结：总体来说，价值型股票（低股价现金流比率股票）在所有情况下都战胜成长型股票（高股价现金流比率股票），在一些情况下优势更明显，在股市下降的月份比上升的月份表现更好。实证研究表明，价值型股票并没有给投资者带来更多的下跌风险。

所有关于安全边际的基于统计检验的实证研究表明，在短期的几个月内或者几年内投资收益率是变化无常的，但对于统计检验所要求的非常长的历史时期内，确实存在一些反复发生的、而且是相互联系的投资成功模式。这些实证研究确定地告诉我们，重复投资于大量这样相对而言内在价值被市场更加低估的廉价股票组合，经过长期的积累，可以形成超额投资利润。认识并理解这些成功的投资模式，将使我们对格雷厄姆和巴菲特的安全边际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则拥有更多的信心，在任何时刻都会有更大的耐心和毅力来坚持安全边际这一投资的最基本原则。

第3章　价值投资为什么能够持续战胜市场

如果原理能够过时，它们就不称其为原理。

——巴菲特

没有价格与价值的偏离，价值投资人没有机会以低价买入目标股票。

没有价格向价值的回归，价值投资没有机会以更高的价格卖出自己以前低价买入的股票。

那么，价值投资原理为什么有效呢？也就是说，股票市场中价格与价值为什么会这样波动呢？

在股票市场中，价格为什么会经常偏离价值，而且在价格偏离价值后，经过相当长的时间后，价格会向价值回归呢？

这是所有价值投资人都必须思考的最重要的问题，巴菲特也不例外。因为认识市场的波动规律，对于投资人战胜市场具有非常重大的意义。

巴菲特回忆在为格雷厄姆－纽曼公司工作时，他问他的老板格雷厄姆：一位投资者如何才能确定，当一家股票的价值被市场低估时，它最终将升值呢？格雷厄姆只是耸耸肩，回答说：“市场最终总是这么做的……从短期来看，市场是一台投票机；但从长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期来看，它是一台称重机”。①

格雷厄姆曾将股票市场的波动归为一种神奇的现象。

1929年，美国国会对未来可能出现的市场崩盘深感不安，于是安排了一次听证会。当时华尔街最著名的投资大师格雷厄姆参加了这次听证会。参议院银行业委员会主席威廉·富布莱特问格雷厄姆：“最后一个问题，当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭个人思考判断你可以用10美元买入一只股票，而它的价值是30美元，于是你买进一些股票。但您只有当许许多多其他的人们认为它确实值30美元的时候您才能实现您的利润。这个过程是如何产生的——是作宣传呢？还是什么别的方式？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？”

格雷厄姆回答道：“这正是我们行业的一个神秘之处，对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但我们从经验上知道最终市场会使股价达到它的价值”。②

迄今为止，尽管价值投资经过70年的发展，却还没有人对价值投资基本原理进行系统总结，更谈不上根据经济学研究形成广泛一致的看法。我们认为从格雷厄姆提出价值投资策略以来70多年的证券研究成果，可以使我们从价值规律这个最基本的经济原理对价值投资的基本原理进行总结：

价值规律在商品市场中体现为由于受供求关系的影响，商品价格会围绕商品价值上下波动。在证券市场中，格雷厄姆认为市场从短期来看是一台投票机，从长期来看是一台称重机。大量关于股市波动的实证研究证明，股票市场价格短期内经常偏离证券的内在价值，但长期内会逐渐向价值回归，可见股票市场波动同样符合价值规律。

---

① An Interview with Warren Buffett in 1974，Forbes magazine，November 1，1974.

② ［美］罗杰·洛文斯坦：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年，第70页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资能够持续战胜关键在于股市波动价值规律的合理利用：价值投资人利用短期内价格与价值的偏离，以较大的安全边际低价买入目标股票，然后利用长期内价格向价值的回归，以更高的价格卖出自己以前低价买入的股票，获取巨大的投资利润。

3.1 股票市场中的价值规律

从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。

——格雷厄姆

每个学习过马克思主义政治经济学的人都熟知商品市场中的价值规律：在商品交换中，由于受供求关系的影响，商品价格会围绕商品价值上下波动。

那么在股票市场中，股票价格是否会围绕股票价值上下波动呢？

200多年股市历史表明的确如此，只不过股票市场的波动更加激烈，更不规律。

商品市场中的价值规律

在商品经济中，各种商品总是按照它们的价值，即按照生产它们所花费的社会必要劳动时间来进行交换。这种客观的必然性，政治经济学叫做价值规律。价值规律是商品的基本规律，其基本内容是商品的价值是由生产商品的社会必要劳动时间决定，商品的交换依据商品的价值量来进行。价值规律的表现形式为，在商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品交换中，由于受供求关系的影响，商品价格会围绕商品价值上下波动。价值规律的主要作用是自发调节社会经济资源；刺激技术进步、社会生产力的发展；优胜劣汰。

商品交换按照商品的价值进行，但绝不是说每一次具体的交换，商品价格都与它的价值相符合。在以私有制为基础的商品经济中，由于存在着生产的无政府状态，市场供求关系每时每刻都在不停地变化，因而商品价格是随着供求关系的变化时有涨落的，有时高于它的价值，有时又低于它的价值。由于这种原因，商品的价格和价值实际上是经常不一致的。但是，尽管价格有这种上下波动的现象，然而它却是以价值为中心而变动的。从一个较长的时期来看，商品价格的这种上涨和下跌部分可以互相抵消，商品的价格总的说来仍然等于它的价值。所以，当我们说商品是按照价值互相交换时，就是指的上述这样一种总的趋势。实际上，任何一种规律都是贯穿于事物运动过程中的必然趋势，而不是事物的一个个的现象形态。价值规律也是如此。价格经常围绕价值波动的现象，不仅不是对价值规律的否定，相反的，它正是价值规律发生作用的表现形式。恩格斯指出：“只有通过竞争的波动从而通过商品价格的波动，商品生产的价值规律才能得到贯彻，社会必要劳动时间决定商品价值这一点才能成为现实。”①

在以私有制为基础的商品经济中，价值规律主要有以下一些作用：

首先，自发地调节生产资料和劳动力在社会各生产部门之间的分配比例。由于价格的高低直接关系着商品生产者收益的大小，因而当某种商品由于供不应求而价格上涨时，就会有更多的生产资料和劳动力被吸引到这一部门中来。反之，当某种商品由于供过于求而价格下跌时，有一部分生产资料和劳动力就会从这一部门转移到别的部门中去。这样，通过市场价格的调节，便使得社

① 恩格斯：《哲学的贫困》德文序言，《马克思恩格斯全集》第21卷，第215页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会生产各部门之间可以大体上保持适当的比例关系。

其次，自发地刺激生产技术的改进。商品是按照由社会必要劳动时间所决定的价值来交换的，因此，那些劳动生产率较高、个别劳动耗费较少从而商品的个别价值较低的生产者，便可以获得较多的收入。反之，那些劳动生产率较低、个别劳动耗费较多因而商品的个别价值较高的生产者，便只能获得较少的收入，甚至不能弥补自己的劳动耗费。另外，那些个别劳动耗费较少的生产者，还可以故意在社会价值以下来出售商品，用这个办法来打击他的竞争对手。由于以上原因，所以价值规律的作用之一，就是刺激商品生产者不断改进技术，从而促使社会生产力的发展。

这里有必要指出，价值规律的作用，其实也是双重的。它既有自发地促进技术进步的一面，同时也有阻碍技术进步、破坏生产力的一面。例如，上面所说的资本由这一部门转向另一部门的过程，就伴随着一系列生产力的浪费和破坏现象。

最后，价值规律的作用，还在于它能促使小商品生产者向两极分化，并在一定历史条件下引导和促进资本主义生产关系的产生。如上所说，在简单商品生产的条件下，各个商品生产者的生产条件各不相同，因而他们生产同一商品所耗费的个别劳动时间是不一样的。那些生产条件较好的商品生产者，由于自己商品的劳动耗费较少，在市场竞争中处于有利地位，便有可能发财致富。而那些生产条件较差的商品生产者，由于相反的原因，便会在竞争中遭受失败和走向破产。所以，从经济上看，价值规律的作用是造成小商品生产者向两极分化的一个重要原因。在一定的历史条件下，这种分化会导致资本主义关系的产生。

在以私有制为基础的社会中，由于商品生产的发展程度不同，因而价值规律发生作用的情况也就各不相同。在资本主义以前的各个社会里，由于商品生产还不发达，因而价值规律的作用范围也就受到极大的限制。到了资本主义社会，由于商品生产具有了普遍的性质，因而价值规律也就获得了最广阔的活动场所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场中的价值规律

格雷厄姆和多德在《证券分析》中指出："当证券分析家在寻找那些价值被低估或高估的证券时，他们就更关心市场价格了。因为此时他的最终判断必须很大程度上根据证券的市场价格来做出。这种分析工作有以下两个前提：第一，市场价格经常偏离证券的实际价值；第二，当这种偏离发生时，市场中会出现自我纠正的趋势"。①

格雷厄姆认为，内在价值是影响股票市场价格的两大类重要因素之一，另一个因素即投机因素，价值因素与投机因素的交互作用使股票市场价格围绕股票内在价值不停波动，价值因素只能部分地影响市场价格。价值因素则是由公司经营的客观因素决定，并不能直接被市场或交易者发现，需要通过大量的分析才能在一定程度上近似的确定，通过投资者的感觉和决定，间接地影响市场价格。所以，市场价格经常偏离内在价值。

格雷厄姆说，"股票市场本身没有时间进行这种科学的思考。尽管没有什么正确的价值衡量方法，它必须先把价值确立起来，然后再寻找其根据。因此，股票价格不是精心计算的结果，而是不同投资者反应的总体效应。股票市场是一台投票机，而不是一台称重机。它对实际数据并不做出直接反应，只有当这些数据影响买卖双方的决策时它才做出反应。"② 格雷厄姆总结为：从短期来看，股市是一台投票机；而从长期来看，股市是一台称重机。③ 这意味着市场在短期内的价格疯狂波动给投资者带来很大的风险，但是在长期趋势内，市场价格逐渐趋向稳定，对企业价值做出真实反映。

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 9 页。

② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 10 页。

③ ［美］劳伦斯·A·克尼厄姆：《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》，中国财政经济出版社，2001 年，第 121 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1949 年，格雷厄姆在《聪明的投资者》中讲述的“市场先生”的精彩寓言，对股票市场中的价值规律做了非常形象的描述：

“假设你拥有某一私营企业1 000美元的小额股份。你的一个同伴，不妨称为市场先生，非常乐于助人，每天告诉你关于他对你的股份价值的判断，并根据他的判断提出建议购买你的股份或者卖给你另外一些股份。有时你根据自己对该公司业务发展和前景的分析，会觉得他的想法好像是合理和正确的。但是，更多的情况是，他过于兴奋或过于忧虑，以至于有时让你甚至觉得他的建议有些愚蠢。”

“如果你是一个自信的投资者和明智的商人，你会让‘市场先生’每天的意见来决定你对自己1 000美元股份的看法吗？在你同意他的想法时，或者你想和他做交易时，或者当他报给你一个高得不可思议的价格时，你可能会很高兴把股份出售给他。而当他报出一个极低的价格时，你可能也会同样乐意从他那里购买一些股份。但其他时候，你将更加明智地根据公司关于其运营和经济状况的报告来形成自己的判断。”

“真正的投资者，当他拥有流通的普通股时，应该处于这样的地位：根据他自己的判断和能力，他既可以从每天的市场价格中谋取利润，也可以对此不予理会。他必须关注重要的价格波动。否则他的判断将无据可依。”①

随着金融市场的迅速发展，对金融市场的研究也逐渐深入，越来越多的研究证明，格雷厄姆关于市场长期是称重机而短期是投票机的观点是正确的，证券市场价格波动也是基本上符合价值规律的。证券的价值是由该证券对企业资源的要求权的价值决定，证券交易依据证券的价值量来进行，证券交易价格取决于其内在价值。尽管市场短期波动中经常使价格偏离价值，但市场从长期来说偏离价值的股票市场价格具有向价值回归的趋势。

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 54 页 ~55 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资对股市价值规律的合理利用

价值投资之所以能够持续战胜市场，根本原因在于对于价值规律的合理利用。

利用短期内价格与价值的偏离，价值投资人以低价买入目标股票，形成理想的安全边际。

利用长期内价格向价值的回归，价值投资以更高的价格卖出自己以前低价买入的股票，获取巨大的投资利润。

分析格雷厄姆关于价值投资的论述，我们会发现，格雷厄姆价值投资的基本思想是对股票市场价值规律的合理利用。

格雷厄姆将价值投资成功的根本原因在于股票价格波动形成的投资机会："从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者低价买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者高价卖出的机会"。①

"股市总是特别偏爱投资于估值过低股票的投资者。首先，股市几乎在任何时候都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。然后，在其被忽视且朝投资者所期望的价值相反运行相当长时间以检验他的坚定性之后，在大多数情况下，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。理性投资者确实没有理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴涵着机会和最终利润"。②

格林威尔等认为，格雷厄姆和多德最初对价值投资进行定义时，以金融市场的三大特征为基础：③

第一，金融证券的价格受一些影响深远但又变幻莫测的因素的支配。格雷厄姆形象地把这种影响证券价格波动的非人力因素

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 55 页。

② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 51 页。

③ ［美］格林威尔等：《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特》，机械工业出版社，2002 年，第 1 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称为"市场先生"。"市场先生"每天都现身来买卖金融资产，他是一个奇怪的家伙，根据各种各样难以预料的情绪波动，使价格落在他所愿意成交的位置上。

第二，尽管金融资产的市场价格涨落不定，但许多资产具有相对稳定的基础经济价值。训练有素且勤勉的投资者能够精确合理地衡量这一基础经济价值。证券的内在价值与当前交易价格通常是不相等的。

第三，在证券的市场价格明显低于计算所得的内在价值时购买证券，最终必将产生超额回报。格雷厄姆将价值和价格之间的这一差距定义为"安全边际"；理论上这一差距约等于基础价值的1/2，而且至少不低于基础价值的1/3。最终的收益可能更大，而且更重要的是，还很安全。

巴菲特将格雷厄姆的价值投资思想进行了归纳：

"我认为，格雷厄姆有三个基本的思想观点，它们足以作为你智力结构的基础。我无法设想，要想在股票上做得合乎情理的好，除了这些思想观点你还能求助什么。这些观点没有一个是复杂的，也没有一个需要数学才能或者诸如此类的特别能力。（格雷厄姆）说你应当把股票看做许多细小的商业部分。要把（市场）波动看做你的朋友而非敌人——利润有时来自对朋友的愚忠而非参与市场的波动。而且，在《聪明的投资人》的最后一章中，格雷厄姆道出有关投资的最为重要的几个字眼：'安全边际'。我认为，这些思想观点，从现在起百年之后，将仍然会被认作是合理投资的奠基石。"①

---

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第91页~92页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2 股票市场中的价值规律的实证研究

> 政治或经济危机可以导致股票偏离其长期的发展方向，但是市场体系的活力能让它们重新返回长期的趋势。或许这就是股票投资收益率为什么能够超越在过去两个世纪中影响全世界的政治、经济和社会的异常变化，保持稳定性的原因。
>
> ——希格尔

关于证券市场长期与短期波动的实证研究成果都表明证券市场价格波动也是完全遵循价值规律的，因此，价值投资的基本原理是完全正确的。

法玛和弗兰奇、詹姆斯·波特巴（James Poterba）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）、温拿·德·邦德（Werner De Bondt）、理查德·泰勒（Richard Thaler）的实证研究都支持这一结论：股票收益在短期内可能存在正相关性，如一周或一月，但对于较长的时期来说，股票收益则显示出负的序列相关性，比如在两年或更长的时间内。

为了进一步说明在长期内股票价格围绕价值变动，我们引用以下两项关于200年来股市长期统计数据的研究结果：

- 希格尔的研究表明，1802年~1997年200年间，股票实际平均年投资收益率非常稳定，约为7%，短期收益率总是围绕长期平均收益率波动。
- 安德鲁·史密瑟斯和史蒂芬·赖特的研究表明，1802年~1998年200年间，Q比率（股票价格与净资产价值之比）具有稳定的平均值，Q值总是围绕着其历史平均值而上下波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票短期投资收益率围绕长期平均收益率波动

当历史学家们记录20世纪90年代的金融历史时，《股票：长线法宝》的出版被视为一个启蒙事件。在这本具有划时代意义的著作中，沃顿商学院的杰里米·J·希格尔教授对1802年以来的市场情况进行了详细的讨论，为股票市场在长期投资中的安全性、稳定性和必要性提供了迄今为止最全面、最有力、最无可辩驳的证据。

希格尔的研究表明，美国股票的长期平均实际年投资收益率令人惊奇地稳定，约为7%，大大超过债券的收益率水平。因此，耐心的投资者积累股票总能比积累其他金融资产获得更大的收益："如果在1802年向股票投资1美元并把收益不断地再投资于股票，它在1997年年末的价值将接近750万美元。如果用100万美元在这195年中进行投资和再投资，它在1997年的价值将达到难以置信的75 000亿美元。比美国股市总值的一半还要多！"①

◆1802年～1997年200年间美国股市短期收益率的波动性

股票实际投资收益率的长期稳定性并不意味着短期收益率一直保持稳定。实际上，股票投资收益率在很多时候都会偏离长期平均水平。1982年～1997年的牛市使投资者在剔除通货膨胀之后的年收益率达到了12.8%，比它的历史平均水平高出近6%。但这段时期出色的高收益率却并不足以弥补投资者在此前15年间（1966年～1981年）遇到的可怕低收益率（实际收益率为－0.4%），在此次牛市之前的15年中，股票投资收益率低于历史平均水平的程度要大于它在此后16年中高于历史平均水平的程度。

① ［美］杰里米·J·希格尔：《股票：长线法宝》，海南出版社，2000年，第5页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安德鲁·史密瑟斯和史蒂芬·赖特（2000 年）研究表明，1802 年～1997 年间股票短期收益率波动非常剧烈，90% 的时间内在 -22% ～33% 之间上下波动。①

◆1802 年～1907 年 200 年间美国股市长期收益率的惊人稳定性

希格尔的研究表明，美国股票的长期平均实际年投资收益率令人惊奇地稳定，约为 7%。1802 年～1870 年是年均 7.0%，1871 年～1925 年是年均 6.6%，而 1926 年～1997 年是年均 7.2%。即使在美国过去 200 年间通货膨胀最严重的第二次世界大战后期，股票实际平均收益率仍然达到了每年 7.5%，几乎与前 125 年完全一样，而后者并没有出现过全面的通货膨胀。长期实际收益的这种出色的稳定性具有均值回归的特征，即用一种变量抵消短期波动的影响，从而得到更稳定的长期收益。尽管出现了工业革命、信息技术革命等重大变革使创造股东财富的基本因素发生了巨大的变化，股票投资收益率却表现出惊人的稳定性。

根据希格尔的研究，美国股票在过去两个世纪中的平均年投资收益率情况如表 3.1：

表 3.1　1802 年～1097 年美国股票平均实际年投资收益

	实际年投资收益率(%)		
	复合年收益率	算术平均年收益率	算术平均年收益率的标准差
主要时期			
1802 年～1997 年	7.0	8.5	18.1
1871 年～1997 年	7.0	8.7	18.9

① ［美］安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特：《华尔街价值投资》，海南出版社，2001 年，第 180 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	实际年投资收益率（%）		
	复合年收益率	算术平均年收益率	算术平均年收益率的标准差
主要的次级时期			
1802 年～1870 年	7.0	8.3	16.9
1871 年～1925 年	6.6	7.9	16.8
1926 年～1997 年	7.2	9.2	20.4
第二次世界大战后时期			
1946 年～1997 年	7.5	9.0	17.3
1966 年～1981 年	-0.4	1.4	18.7
1966 年～1997 年	6.0	7.5	17.1
1982 年～1997 年	12.8	13.6	13.2

数据来源：［美］杰里米·J·希格尔著，吴全昊译：《股票：长线法宝》，海南出版社，2000 年 5 月，第 12 页。

◆对股票长期收益稳定性的解释

在过去的 200 年间，美国股票的年复合实际投资收益率将近 7%，并显示出惊人的稳定性，其他主要国家的股票实际收益率也与美国的情况相吻合。股票投资收益率的长期稳定性的原因目前还没有得到很好的解释。

希格尔认为："股票投资收益率取决于经济增长、生产力和风险的收益。但是，创造价值的能力也同样来自于卓有成效的管理、尊重财产权利的稳定的政治体系以及在竞争的环境中向消费者提供价值的意愿。政治或经济危机可以导致股票偏离其长期的发展方向，但是，市场体系的活力能让它们重新返回长期的趋势。或许这就是股票投资收益率为什么能够超越在过去两个世纪中影响全世界的政治、经济和社会的异常变化，保持稳定性的原因"。①

① ［美］杰里米·J·希格尔：《股票：长线法宝》，海南出版社，2000 年，第 21 页～22 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格与净资产比率围绕其长期平均值波动

衡量股市过高或过低估价最好的方法就是计算实际价格与基本价值之间的比率，即著名的Q。Q这一概念是诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾于1969年提出的。Q是指公司股票市场价值与公司净资产价值的比率，或者公司每股股票市场价格与每股净资产价值的比率。安德鲁·史密瑟斯和史蒂芬·赖特（2000年）合著的《华尔街价值投资》（Valuing Wall Street）研究表明，利用Q的平均回复性可以预测股市趋势，我们简称其理论为“Q理论”。Q理论的核心是，可以通过历史Q值与股票价格之间的相互联系的模式，来评估未来股票价格的风险。①

Q的主要特点是在任何时候都能衡量股市错误估价的程度，因为Q值总是围绕着其历史平均值而上下波动，我们习惯上称为平均回复。② Q并不总是在某一处徘徊，而是有回复到平均值的倾向。从历史来看，这一平均值似乎很稳定。

所以，Q不但能提示过去而且能预示未来。Q随着股价的涨落而起伏，当股价相对于其净资产价值上升时，其Q值就处于较高水平，表明股市估价过高。相反，Q值低则说明股市估价过低。Q值的高低说明了股票市场对公司资产价值的高估或低估的程度。应该注意的是，在大多数时候，市场既没有过高估价也没有过低估价，这时的Q与平均值较为接近。只有在极端的时候，Q值大幅度偏离平均值，都会对未来股票趋势做出明确预测。Q值的意

① ［美］安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特：《华尔街价值投资》，海南出版社，2001年，第154页。

② ［美］安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特：《华尔街价值投资》，海南出版社，2001年，第11页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义对于长期投资者能够提出至关重要的信号。Q能测算投资股市的风险，它能告诉我们从长期来看股票价格会向哪个方向浮动。

◆关于Q的实证研究

目前有许多价值指标，但不准确的指标丝毫没有实际使用价值，甚至还有副作用。因此，首先必须综合比较各种指标的优点，以选择最佳指标。价值指标的四种检验标准如下：（1）价值指标必须是可衡量的。这是最基本的检验方法，为得出市场是否正确的估价，价值首先必须是可衡量的。（2）价格与基本价值比率必须进行平均回复。这是非常重要的特点。但价值指标何时回复、如何回复、回复时与平均水平接近多少，都是不确定的。这种平均回复的不确定性是任何有效的价值指数的必要条件，虽然不是充分条件。价值指标能够预测会发生什么，但无法预测事情何时发生。（3）价值检验方法必须具有经济合理性。价值指标必须具有牢固的经济学基础，即其工作原理必须能够让人理解。合理的理论基础有效地防止了数据开发和人类寻求一种并不存在的模式的倾向。（4）必须能够预测未来股票收益。价值指标的可预测性在原则上和实践中是非常重要的。价值指标必须是股票市场变化的主要指标，价格与基本价值间的高比率值不仅表明比率可能下降，而且要表明这一变化是由股票价格变化引起的。事先需要说明的是，因为短期市场预测根本没有意义，我们需要的是长期价值预测的指标。①

安德鲁·史密瑟斯和史蒂芬·赖特根据上述标准分别对四种主要价值指标进行了检验，检验结果如表3.2：②

① ［美］安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特：《华尔街价值投资》，海南出版社，2001年，第229页~237页。

② ［美］安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特：《华尔街价值投资》，海南出版社，2001年，第248页、259页、270页、292页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.2　四种主要价值指标检验结果

检验方法	股息收益	P/E 倍数	周期性调整后的 P/E 倍数	收益率	Q
(1)可衡量性	数据可靠，但是平均值无法衡量	是，但是利润数据可能值得怀疑，并且 P/E 倍数的值不可靠	总体而言，不可以	不	是
(2)平均回复	否	是	能	不	是
(3)经济意义	否	只有当西格尔常数是真正的常数时	总体而言，只有当西格尔的常量实际保持不变时才具有经济意义	不	是
(4)未来股票收益预测能力	是，但信号欠精确	与事实恰恰相反	不能	不	是

通过以上四项主要测试表明，Q 显然要比其他所有指标都表现得好很多。

虽然托宾早在 1969 年就发表了关于 Q 的论文，但直到最近 Q 才被广泛地使用和讨论。其主要原因是，只有获得长期的统计数据才能检验托宾 Q 的理论。以上测试的主要依据是罗伯逊和赖特（1998，2002）的论文《有关长期股票回报率的好消息与坏消息》中用 100 年来美国股市的统计数据进行的统计检验。①

◆Q 理论关于 Q 长期稳定性的解释②

Q 理论认为，净资产是移动缓慢的且是可以预测的，因此，它不会对经济中的短期运动做出太多的反应。在以这种方式简化

① Robertson，D and Wright，S（2002），"The Good News and the Bad News about Long-Run Stock Returns" www.ssrn.com.

② ［美］安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特：《华尔街价值投资》，海南出版社，2001 年，第 301 页～304 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的分析的过程中，我们运用的是经济学中非常有用的方法。我们认为净资产似乎是“外生的”，而净资产是 Q 的基本因素。外生变量不同于常量，它不会受其他经济因素的影响。但事实上 Q 并不是外生变量。

根据套利概念，当 Q 上升，套利就会下降，至少在一定程度上通过基本价值以及价格的变化，上述情况确实能够发生。当托宾第一次提出 Q 概念时，实际上，它通常只是被视为资本股票的变化（即基本价值而非股票价格的变化）而进行的调整。我们在原则问题上没有分歧。也就是说，资本股票（capital stock）根据 Q 的变化而变化。

不过，有一点很重要的不同之处是需要强调的。事实表明，重大调整是通过股票价格的变化来实现的。历史证据表明，净资产不是外生变量，正如托宾所说，它将对较高的以及较低的 Q 值做出反应。但是，它的反应却不足以解释 Q 的平均回复。大多数调整都是通过价格实现的。这一点能够解释为什么 Q 能够如此好的满足一流指标测试的要求。

我们清楚地看到，为什么净资产的反应不足以使 Q 达到平均回复，尤其是从极值达到平均回复。净资产只是与 GDP 的关系非常密切，这样，净资产变化的发生都会是相当缓慢的。任何了解股票市场下跌速度的人都知道，股票市场评估的大规模变化可以轻而易举地快速实现。另一方面，了解 Q 如何只是通过净资产的变化从上述极值回复到平均水平简直是无法想像的事情。

历史记录表明，净资产在使资产达到平均回复方面所起的作用非常小。正如我们所看到的那样，没有任何变量是外生的，但是，由于净资产的合理变化与需要缩小的距离之间的关系不是很密切，因此，我们实际上可以忽略它们。因此，我们说股票市场被高估了 2.5% 时，无须表明所有调整都必须通过股票价格实现。不过，我们能够而且研究确实表明，大多数调整还是需要通过股票价格来实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇 价值投资实务：投资人、市场、公司

我们认为，学习投资的学生们只需要接受两门课程的良好教育就足够了，一门是如何评估企业的价值，另一门是如何思考市场价格。

——巴菲特

关于价值投资实务，巴菲特认为投资人需要学习并非那些学校中讲述的现代投资理论，投资人只需要学习公司估值与正确看待市场波动两门课程：

"要想成功地进行投资，你不需要懂得什么 Beta 值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或是新兴市场。事实上，大家最好对这些东西一无所知。当然我的这种看法与大多数商学院的主流观点有着根本的不同，这些商学院的金融课程主要就是那些东西。我们认为，学习投资的学生们只需要接受两门课程的良好教育就足够了，一门是如何评估企业的价值，另一门是如何思考市场价格。"①

对于投资人自身，巴菲特则认为在学习前两门课程的同时，必须培养合适的性格："我个人认为，当前的证券分析和 50 年前

---

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有什么不同。我根本没有必要继续学习正确投资的基本原则，它们还是本·格雷厄姆当年讲授的那些内容。你需要的是一种正确思维模式，其中大部分你可以从格雷厄姆所著的《聪明的投资者》中学到。然后用心思考那些你真正下工夫就充分了解的企业。如果你还具有合适的性格的话，你的股票投资就会做得很好。”①

巴菲特1973年在格雷厄姆《聪明的投资人》第四版的前言中写道：“成功的投资生涯不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光、或是内幕消息，所需要的只是在做出投资决策时的正确思维模式，以及有能力避免情绪破坏理性的思考，本书明确而清晰地描述这种思维模式，你必须将情绪纳入纪律之中。如果你遵从格雷厄姆所倡导的投资原则，尤其是第八章与第二十章宝贵的建议，你的投资就不会出现拙劣的结果（这是一项远超过你想像范围的成就），你的投资业绩将取决于你倾注在投资中的努力与知识以及在你的投资生涯中股票市场所展现的愚蠢程度。市场的表现越是愚蠢，善于捕捉机会的投资者胜率就越大。如果遵循格雷厄姆的话去做，你就能够从别人的愚蠢行为中赚钱，否则你自己也会干出蠢事让别人从中赚钱。”

综合巴菲特关于价值投资实务学习的论述，我们将其总结归纳为价值投资成功的金三角：

- 培养理性自制性格
- 正确看待市场波动
- 合理评估公司价值

---

① Whitney Tilson：Buffett's Wit and Wisdom，May 3，2004，http：//www.fool.com/news/commentary/2004/commentary040503wt.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章　如何分析自己

投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做。

——巴菲特

股票既是一门科学，又是一门艺术，过分强调任何一个方面都很危险。只强调对公司财务数据的数学分析，并不能保证成功，否则会计师和数学家就是世界最富有的人了。但过于迷信属于投资艺术的灵感，也很危险，否则艺术大师、诗人、气功大师全部都是投资大师。

股票最主要的是两个步骤：一是对公司的历史进行分析，这要求投资人进行理性的科学分析；二是对公司的未来进行预测，这要求投资人具有相当的敏感和直觉。但由于历史分析和未来预测都是由投资人做出的，而投资人在分析预测的过程中面对的尽管很多却并不完整的历史信息，以及数量很少、准确性很差的未来预测信息，每一次投资决策在某种程度上都是一种结果不确定的博弈。投资人的长期业绩取决于一系列的博弈。所以，投资人必须像职业棋手那样具有良好的性格，从而提高决策的稳定性。否则像赌徒那样狂赌，一次重大失误就足以致命。

巴菲特强调投资成功的前提是理性的思维与自制的性格：

“投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做。”

“我很理性。很多人比我智商更高，很多人也比我工作时间更长、更努力，但我做事更加理性。你必须能够控制自己，不要让情感左右你的理智。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的合作伙伴查理·芒格在斯坦福法学院的演讲中说："在投资中情商远比智商更为重要。做投资你并不必是一个天才，但你的确必须具备适合的性格。"

4.1 行为金融学的启示：战胜市场之前先要战胜自己

至关重要的是你要能够抵抗得了人性的弱点。

——彼得·林奇

巴菲特在投资实践中，对投资者的非理性有深刻的认识："事实上，人们充满了贪婪、恐惧或者愚蠢的念头，这点是可以预测的。而这些念头导致的结果却是不可预测的。"

在中国股市这个非完全市场化的股票市场中，听消息、跟庄炒股票的非理性投机反而是最普遍的投资模式。许多人根本不对上市公司进行哪怕最简单的基本分析，只要一听说有消息就疯狂地买入或卖出。相信每个投资者都会天天看到这种情况在身边发生。

有趣的是，尽管如此，我们在许多专业报纸、期刊上看到许多实证研究以大量的数据分析表明，中国股市竟然是有效的。天哪，难道这些人宁愿相信电脑中的数据也不相信他亲眼看到的现实吗？

在国外终于有些学者开始正视事实，根据实际而不是假设来进行研究证券市场中投资者的真实行为。这些研究影响越来越大，逐步形成了一门新的金融理论：行为金融学。行为金融学理论以心理学对人类决策心理的研究成果为依据，以人们的实际决策心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理为出发点，讨论投资者的非理性投资决策对证券价格变化的影响，已经开始成为金融研究中一个十分引人注目的领域。

行为金融学的研究成果告诉我们，投资者战胜市场的基本前提是，投资者不要过度迷信自己，一是要尽量避免行为金融学发现的那些常见愚蠢错误；二是保持自制，只在自己的能力圈进行投资；三是尽量保持理性的投资态度。

获诺贝尔奖行为金融学
研究成果：投资者经常犯错误

瑞典皇家科学院将2002年度诺贝尔经济学奖授予美国普林斯顿大学的丹尼尔·卡纳曼（Daniel Kahneman）和美国乔治·梅森大学的弗农·史密斯（Vernon L. Smith），以表彰他们在结合经济学和心理学理论来研究人们的投资决策行为方面所做出的贡献。此举表明了人们对一门新兴的学科——行为金融学的逐步认同。

行为金融学研究表明，现实中的投资者正如巴菲特所说“充满了贪婪、恐惧或者愚蠢的念头”，并非像有效市场理论中假设的那样是完全理性的，而是有限理性的，存在许多行为认知偏差，从而导致价格偏离价值。这些研究证明了格雷厄姆和巴菲特“股票市场短期是一台投票机”的正确性，为巴菲特战胜市场的投资策略提供了理论上的支持之一。投资者要战胜市场，就必须要保证自己不要做出非理性的错误行为，然后才有可能利用其他投资者的非理性错误来获利。如果自己进行非理性的投机，却期望出现比自己更傻的傻瓜，最后可能会发现自己才是更傻的傻瓜之一。正如巴菲特所说：“投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做。”①

行为金融学在“有限理性人”这一符合现实的假定下研究证

① “Warren Edward Buffett”，Forbes400，Oct. 18，1993. p40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券投资者的投资行为。行为金融理论认为，每一个现实的投资者都不是完整意义上的理性人，其决策行为不仅制约于外部环境，更会受到自身固有的各种认知偏差的影响。由于股票市场天生的巨大波动性，个体投资者所面对的不确定性和信息不完全性程度要远远高于其他金融市场和商品市场，因此，股票投资者的有限理性程度相对更加明显，从而更容易出现各种各样的行为认知偏差，正是这些偏差让个体投资者经常出现各种投资决策失误，导致相当程度的投资亏损。简单地说就是智力正常、教育良好的聪明人却经常做傻事。

按照安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）（2001）的分析，投资者出现的各种认知偏差都直接或间接归因于以下心理因素：启发式简化（heuristics）、自我欺骗（self－deception）和情感性判断（feeling and emotion－based judgments）。其中，应用启发式简化可以解释许多已被证明的认知偏差，比如，显著性和适用性效应（salience and availability effects）、构架效应（framing effects）、心理账户（mental accounting）和参照效应（reference effects）等。利用自我欺骗则可以解释过度自信（overconfidence）、自我归因偏差（self－attribution）、认知失谐（cognitive dissonance）、事后聪明式偏差（the hindsight bias）、现象合理化（the phenomenon of rationalization）偏差、“证实性偏差”（the confirmatory bias）以及探询性偏差（the seeking bias）等。情感性判断则可以用来解释厌恶不明确性（distaste for ambiguity）、心情和感情（mood，feeling and decisions）、时间偏好和自我控制（time preference and self－control）等效应。

根据国际行为金融学家的有关研究成果，股票投资者存在的典型投资偏差如下：[①]

---

① 张谊浩，陈柳钦：“有限理性投资者的投资偏差问题”，山东科技大学学报（社会科学版），2004 Vol. 6 No. 1，第 83 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆股价波动认知偏差

在股市中，大量投资者非常热衷于对股票价格趋势和转折点进行预测，希望能够先于市场低价买入，先于市场高价卖出。其中，他们最常用的典型预测方法就是技术分析法。一般性技术分析方法包括移动均值法则、交易范围破点法则和过滤法则等。热衷技术分析的个体投资者总是相信自己已经找到了股价波动规律，而事实上这种规律却根本不存在。近年来兴起的混沌理论和资产收益非线性动态理论都有力的证明：技术分析方法根本谈不上科学。投资者对股票价格波动进行的预测依赖于市场过去的表现，其对股价长期的走势判断依赖于回归性预期，而对股价短期的走势判断则具有静态性预期的特点。

个体投资者迷信技术分析的一个原因是外推性偏差（extrapolation biases），即他们确信股票价格的历史性变动会在未来重演，其表现是投资者在牛市时常常过度乐观，而在熊市时又常常过度悲观。德·邦德（De Bondt）（1993）通过对美国个体投资者协会（AAII）的 125 个成员在 1987 年～1992 年进行每周一次的跟踪性抽样调查发现，个体投资者的情绪（乐观、悲观或中性）与股票市场持续 100 天内、甚至更长时间的总体表现（道·琼斯指数）具有显著的相关关系。① 安德瑞森（Andreassen）（1988）则通过心理分析，对个体投资者天生具有的这种时间序列外推性倾向给予了直接证明。② 施莱福和萨默斯（Shleifer&Summers，1990）认为，当噪音交易和正向反馈性交易存在时，个体投资者的这种外

① De Bondt, W. F. M., Thaler, R. H., 1993. Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return. International Journal of Forecasting 9. 355～371.

② Andreassen, P. B., 1988. Explaining the price – volume relationship: The difference between Price changes and changing prices. Organizational Behavior and Human Decision Processes 41, 371～389.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推性偏差更为显著。①

个体投资者迷信技术分析的另一个原因是其对股票价格波动的直觉估计具有狭窄性，其对股票价格变动进行预测的主观概率分布过于紧密（Lichtenstein，1982）。② 特沃斯基（Tversky）和丹尼尔·卡恩曼（Daniel Kahneman，1974）认为，源于预测者的过度自信将促使个体投资者锚定于他们认为最具可能性的预期价格。③

◆股票价值估计偏差

事实上，绝大多数投资者根本不会应用那些复杂的价值评估模型，甚至根本不懂。希勒（Shiller）（1990）认为，大多数个体投资者对股票价值的估计是通过新闻媒介、相互交谈或道听途说等心理框架的社会化分享和信息的相互传染得来的。④ 大多数个体投资者往往将“好股票”和“好企业”混为一谈，错误地认为那些具有良好业绩增长历史或者传媒宣传力度很大的上市公司具有投资价值，相反那些亏损或股价持续下跌的公司则不具有投资吸引力，他们只关注知名度、股价、盈利等表面上的信息，却没有分析企业股票潜在的价值高低。

谢弗林和斯塔曼（Shefrin&Statman，1997）对《财富》杂志每年出版的企业信誉评估报告的分析显示：代表性企业信誉度的高低和其市场股票价值与账面资产价值的比率呈正相关性，而后一个比率越高越意味着其股价被高估。这表明具有较高信誉度的

---

① Shleifer，A.，summers，L. H.，1990. The noise trader approach to finance. Journal of Economic Perspectives 4，19～33.

② Lichtenstein，S.，Fischho，§B.，Phillips，L. D.，1982. Calibration of probabilities：The state of the art to 1980. In：Kahneman，D. et al.（Eds.），Judgment Under Uncertainty：Heuristics and Biases. Cambridge University Press New York.

③ Tversky，A.，Kahneman，D.，1974. Judgment under uncertainty：Heuristics and biases. Science 185，1124～1131.

④ Shiller，R. J.，1990. Speculative prices and popular models. Journal of Economic Perspectives 4，55～65.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业股价常常被高估，其未来股价面临下跌；而那些信誉度较低而被一致认为“坏企业”的股票却反而具有很高的上涨潜力。①

投资者一个根本性的估值偏差是过于短视而常常简单的只从表面“似是而非”地分析企业未来，这种思维的短视性会导致对股票态度的根本性逆转，导致其投资决策出现突发性的逆转。德·邦德和泰勒（De Bondt&Thaler，1983）利用过去的股票收益对投资者的过度悲观和过度乐观进行了分析，结果发现价格逆转具有系统性，这表明投资者并不是完全理性地进行投资决策，股票市场存在过度反应。

个体投资者对公司经营的变化往往不能十分理性地进行分析，而主要是本能进行抵触和过滤。伯纳德（Bernard，1993）对上市公司公告对企业股票价格的影响效应的分析表明：投资者对公司的盈利信息反应缓慢，对各种新闻会忽视而导致反应不及时和不充分，尤其是在转折点附近。② 特沃斯基和赫斯（Tversky&Heath，1991）认为，就像消费者对自己购买过的商品品牌会变得更加喜爱一样，投资者对于那些感觉良好或者比较熟悉的信息会更加重视，而对于那些与自己过去判断不一致的信息则会刻意回避或轻视。③ 而且这种对市场信息的抵触效应和过滤效应会通过羊群行为及社会压力的影响，造成股票市场上投资者的集体非理性，而这种集体非理性的一致性行为又容易导致市场出现过度波动，并进一步扩大了个体投资者对股票价值的估计偏差。

◙股票交易操作偏差

研究表明，即使个体投资者运用各种各样的交易法则和操作

---

① Shefrin, H., Statman, M., 1997. Comparing expectations about stock returns to realized returns. Working paper. Leavey School of Business, Santa Clara University, February.

② Bernard, V. L., 1993. Stock price reactions to earnings announcements: A summary of recent Anomalous evidence and possible explanations. In: Thaler, R. H. (Ed.), Advances in Behavioral Finance. Russell Sage Foundation, New York.

③ Tversky, A., Heath, C., 1991. Preferences and beliefs: Ambiguity and competence in choice under Uncertainty. Journal of Risk and Uncertainty 4, 5 ~ 28.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术来控制自己的情绪，仍然难以避免主观情绪的干扰。德·邦德（1998）认为，一方面投资者大部分并没有预先的投资计划，其投资决策更多是根据主观的冲动性和别人的影响。而且即使拥有良好的投资计划，他们也很难严格地执行。在投资操作中，投资者常常过度自信或过度自卑、过于乐观，这种情绪使他们更容易被自己的冲动和外部信息所干扰，从而做出根本不理性的投资操作。更有甚之，这种过于乐观或过于悲观的情绪化倾向会由于从众心理（following emotion）及羊群效应（herding effects）而在到处传染，引发整个股票市场投资情绪，在牛市中疯狂追涨，在熊市中疯狂杀跌，在股市巨大的转折中那些盲目冲动的投资者往往输个精光。斯洛维克（Slovic，1972）发现，即使那些受过专业训练、具有良好判断力、精通投资理论的分析师和专业投资人士，也往往会有盲目追随大众的市场行为。①

在资本市场上，这些行为认知偏差很少单独出现，而是紧密地联系交织在一起。认知偏差出现的原因，在于人脑的本质功能是处理人与人之间的关系，而不是进行统计计算，大脑处理视觉形象远胜于处理数字逻辑。在许多情况下，认知偏差是我们用以简化日常生活的必要方法，因此，可以说，认知偏差是我们日常生活中认识过程的一部分，也是证券投资中决策过程的一部分。国际证券市场的投资者如此，中国证券市场的投资者同样也应如此，甚至有过之而无不及。

整体来讲，最近几年中国国内对投资者认知偏差的研究成果陆续出现，结果都表明，我国投资者的盲目从众和非理性行为相当突出。②

李心丹（2002）用心理学实验检验了中国投资者几种常见的

① Slovic, P., 1972. Psychological study of human judgment: Implications for investment decision Making. Journal of Finance 27, 779 ~ 799.

② 张谊浩，陈柳钦："投资者认知偏差研究综述"，《浙江社会科学》，2004 年第 2 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认知偏差现象，他们进行了两轮测试，一轮是面向文化层次较高的投资者，另一轮是面向普通的股民。研究发现：在面对风险性选择时，两组投资者具有相似的认知偏差，包括明显的确定性心理、损失厌恶心理、后见之明、过度自信心理和锚定心理。①

施东辉（2001）利用1999年第1季度到2000年第2季度证券投资基金每季度发布的组合变动资料样本，研究了基金的羊群效应和动量（正反馈）交易策略。其实证结论证明，基金交易中存在较为显著的"羊群行为"。②

宋军、吴冲锋（2002）选择CSMAR数据库中1992年1月2日~2000年12月31日区间沪深两市的相关数据样本的研究表明，我国证券市场中的羊群行为程度要高于美国证券市场中的羊群行为程度。③

孙培源、施东辉（2002）建立了一个更为敏感的羊群行为检验模型，并据此模型对我国股市进行了实证研究，研究结果表明：在政策干预频繁和信息不对称严重的市场环境下，我国股市存在一定程度的羊群行为，并导致系统风险在总风险中占较大比例。④

对于中国这个新兴加转轨的股票市场，"政策市"和"投机市"让年轻且不成熟的中国股市相对于国际证券市场来说波动更加难以预测，更容易让散户为主的广大投资者出现投资偏差，也更容易产生盲从和冲动，更容易引起整个股市的脆弱和动荡。而股市越动荡，投资者也就越盲目和冲动。

① 李心丹等：《中国证券投资者行为研究》，上证联合研究计划第3期课题报告，2002年1月。

② 施东辉：《中国股市微观行为理论与实证》，上海远东出版社，2001年。

③ 宋军、吴冲锋：《金融市场中群羊行为的成因及控制对策研究》，《学术研究》，2002年第3期。

④ 孙培源、施东辉：《基于CAPM的中国股市羊群行为研究》，《经济研究》，2002年第2期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特谈投资成功的关键：理性而非智力

我们从小到大，参加了无数的考试和竞赛，无数的成功的经验和失败的教训，告诉我们：最后的胜利者总是最聪明的人，智商决定一切。

但工作几年之后，甚至几十年后，却感到非常迷惑：为什么过去非常聪明的人，并不怎么成功？为什么那些事业上成功的家伙，却是我们根本看不上眼的平凡之辈？

做过几年股票投资的人，会更加迷惑：为什么在股市上那么多数学家、经济学家或财务专家出身的基金经理的投资业绩却连市场平均水平也达不到？

在书店随便翻开一本关于金融投资的教科书，尤其是那些翻译的国外名著，你会发现大量的数学公式和复杂模型，这也是大多数基金用来进行投资管理的法宝。这些深奥难懂的复杂模型让你顿生敬佩之心，但这些基金持续输给市场的业绩却让你摇头不解。

一个最有名的例子是：最伟大的物理学家牛顿在股票投资上却输得一塌糊涂！

之所以如此，是因为投资并非是像自然科学一样纯粹的智力游戏，而是由于一方面投资结果对投资人的未来利益有很大影响，决定正确与错误的投资盈亏有天壤之别，另一方面影响股票价格的因素太多又太不确定，而且几乎全不在投资人掌握之中，因此，投资人的决策类似于赌博，受到许多心理因素影响，完全不像学校学习考试、科学研究那样，只需要一定的条件，就可以推理出一个正确的结果。我们常常觉得，买一只股票甚至比选择一个爱人或朋友更困难。

行为金融学研究的投资过程中的行为认知偏差，对于我们保持正确的投资态度具有重要的借鉴意义。投资者战胜市场的前提是保持理性，尽可能减少行为认知偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆投资必须理性

巴菲特一句话道出了投资的关键所在：

"你不需要成为一个火箭专家。投资并非智力游戏，一个智商为 160 的人未必能击败智商为 130 的人。理性才是投资中最重要的因素。"①

格雷厄姆指出，"对待价格波动的理性的态度是所有成功的股票投资的试金石。"②

格雷厄姆认为，成功的投资者往往非常理性。投资者最大的敌人不是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能掌握自己的情绪，仍难以从投资行动中获益。

巴菲特将格雷厄姆投资哲学的精华总结为："合适的性格与合适的才智相结合，才会产生理性的投资行为。"③

与许多投资人沟通时，大家回忆自己投资中最大的亏损时，大部分都是因为听信小道消息，或过于相信公司经营预测，或过于迷信技术分析指标，只想贪婪地大赚一把，却根本没有理性地分析公司的基本面，结果亏得一塌糊涂，后悔莫及。

巴菲特在 50 多年的投资中，多次目睹类似的悲剧一再上演，他总是提醒投资者必须保持理性才能战胜经常理性的市场。

林奇对股票赚钱的能力这样概括道：④

"我认为股票投资成功所必需的个人素质应该包括：耐心、自立（self-reliance）、常识、对于痛苦的忍耐力、心胸开阔、超然、坚持不懈、谦逊、灵活、愿意独立研究、能够主动承认错

---

① Fromson，Brett Duval：Are these the new Warren Buffetts?（1990 Investor's Guide）Fortune，September，1989.

② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 31 页。

③ Forbes 400，Oct. 18，1993。

④ ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 58 页～59 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误以及能够在市场普遍性恐慌之中不受影响保持冷静的能力。就智商而言，最优秀的投资者的智商既不属于最差的10%，也不属于最高的3%，而大概是在二者之间。在我看来，真正的天才由于过度沉醉于理论上的思考，结果他们的理论总是被股票实际走势所背叛，现实中的股票走势远远比他们想像出来的理论要简单得多。”

“要想取得股票投资成功，一个非常重要的个人素质是要有能力在得到的信息不完全不充分以及得到的信息不完全准确的情况下做出投资决策。华尔街的事情几乎从来不会十分明朗，或者说一旦事情明朗化时，再想要从中谋利早已为时太晚。那种需要知道所有数据的科学思维方式在华尔街只会一再受挫。”

“最后，至关重要的是你要能够抵抗得了你自己人性的弱点以及内心的直觉（gut-feeling）。绝大多数的投资者内心的一个秘密角落里都会隐藏着一种自信，觉得自己拥有一种预测股票价格、黄金价格或者利率的神奇能力，尽管事实上这种虚妄的自信早已经一次又一次地被客观现实击得粉碎。让人感到不可思议的是，每当大多数的投资者强烈地预感到股价将会上涨或者经济将要好转时，却往往是正好相反的情况出现了。这一情况已经被那些十分流行的投资咨询时事通讯服务机构的调查所证明，尽管他们自己也经常在不适当的时候发表股市是牛是熊的错误预测。”

◆性格决定命运

我们在看运动比赛时，经常发现水平高的运动员却输了，水平低的运动员却赢了，技术水平在高手的较量中往往并非制胜的最关键因素，心理和性格的稳定在很大程度上影响技术的发挥，从而最终决定胜负。

许多投资人重视的是增强自己的才智，努力学习各种各样的知识，到后来却发现，与体育比赛中一样，态度决定一切，性格决定命运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为学习投资中需要的知识相对来说比较容易，但养成合适的性格却并不容易，却更为关键。

“关键是要有一种‘金钱头脑’，这并非IQ，并且你还得有恰当的性格。如果你不能控制你自己的欲望，你迟早会大祸临头……20世纪90年代末期对于投资人来说整个世界一片疯狂。怎么会发生这样的事呢？人们从中汲取教训了吗？我们能从历史中学到的是，人们总是不能从历史中学到什么。”①

“如果你的智商超过125，那么投资成功与否与你的智商水平没有多大关系，如果你的智商一般，那么你需要对自己的欲望有相当强的自控能力，强烈的投资欲望可能使你血本无归。”②

巴菲特的合作伙伴查理·芒格在斯坦福法学院的演讲中说：“我和巴菲特总是不由自主地对那些人们趋之若鹜的事情表示怀疑。很早以前，当我明白拥有某种性格能够使人成功时，我就努力强化这种性格。”

4.2　林奇战胜市场的根本：知识经验才能改变投资命运

不做研究就投资跟不看牌就玩纸牌游戏一样盲目。

——彼得·林奇

我的工作是阅读。

——巴菲特

① Whitney Tilson: Buffett's Wit and Wisdom, May 3, 2004, http: //www. fool. com/news/commentary/2004/commentary040503wt. htm.

② Businessweek, July 5, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有大量的广泛阅读，你根本不可能成为一个真正的成功投资者。

——查理·芒格

很多人都认为股票投资比做生意容易多了，只要看看盘，在电脑上按几下，或通过电话委托拨个号码，就能在几秒钟内完成交易。

而做生意需要与客户谈判多次，还要管理生产、销售、人事等，非常麻烦。所以，有许多生意人在完成原始积累后，觉得做生意太累，于是转入股市，想轻轻松松发大财。

结果呢？大多数人把做生意赚的钱都赔了，得到的惟一教训是：做股票比做生意更难。

还有些做学问的经济学、金融学、财务会计学的专家教授，认为自己连那么复杂的学问都做得那么好，股票投资那么简单，何不将自己高深的学问运用在股市，学以致富呢？

结果呢？许多人发现并不能在股市实践中复制学问上的成功，得到的惟一结论是：做股票比做学问更难。

每一个做过投资的人都会发现，投资赚钱看似非常容易，但做起来真正实现赚钱的目的其实非常不容易。

事实上，投资者往往听小道消息来选择股票，总想走捷径迅速致富，却根本不愿意花费时间进行研究分析。

林奇曾感叹："难怪人们在房地产市场上赚钱却在股票市场上赔钱。他们选房子时往往要花几个月的时间，而选择股票却只花几分钟的时间。事实上，他们在选择一个好微波炉时花的时间也比选择一只股票的时间多得多。"①

林奇建议投资者在选股时付出和购物一样多的时间和努力进

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 57 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行研究："我认为，购买股票之前首先要做好这种公司分析研究的功课，这和你以前发誓不再理会股票市场短期波动同等重要。可能有些人根本不做我所说的这些前期分析研究功课也在股票市场上赚到了钱，但是为什么要冒根本不必要的风险呢？不做研究就投资就如同不看牌就玩梭哈扑克游戏一样危险。"

"由于某些原因，股票分析这一行被搞得看起来非常神秘兮兮又高深莫测，让业余投资者敬而远之，以至于那些在日常消费中非常谨慎的业余投资者在股票投资上却非常轻率，只是一念之间就将一生的积蓄都投在了某只根本没有仔细研究过的股票上面。同样的一对夫妇可以花费整整一个周末的时间来寻找去伦敦的最低机票，但是当他们购买 500 股荷兰航空公司（KLM）的股票时在分析这家公司上花费的时间却连 5 分钟都不到。"

"让我们来回顾一下汉德图斯夫妇的故事。他们自以为是十分精明的消费者，即使是买一个枕头套也要仔细阅读上面的商品标签；为了买到最物美价廉的洗衣皂，他们一遍遍地比较洗衣皂包装盒子上面标明的重量和价格；他们计算每流明的功率来比较哪种灯泡最实惠，但是他们这样想方设法辛辛苦苦所节约下来的那点小钱，与汉德图斯在股票市场上投资屡屡惨败所亏损掉的一大笔钱来说根本不值一提，真是拣了芝麻丢了大西瓜。"

"在躺椅上读《消费者报告》（Cosumer Reports）上那篇比较五种流行品牌的卫生纸厚度和吸水性文章的难道不是汉德图斯吗？他正在考虑是不是改用 Charmin 品牌的卫生纸。但是，在他投资 5 000美元购买生产 Charmin 卫生纸的宝洁公司股票之前会不会花费相同的时间仔细阅读宝洁公司的年报呢？当然不会。他根本不做研究就买入了宝洁公司的股票，后来收到宝洁公司的年报后一眼也不看就把年报扔进了垃圾桶。"

"这种愿意花上几小时研究 Charmin 卫生纸的性能却不愿意同样花上几小时研究生产 Charmin 卫生纸的宝洁公司年报的投资综合症是一种十分常见病，但是很容易治愈。你只需在选股时和选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购日常用品一样用心分析研究就可以治愈此病了。即使你已经购买了一些股票，再次对这些公司进行仔细分析研究也是很有必要的，因为其中有几只股票的走势可能不会甚至根本不可能会与你的预期完全相符。之所以如此，是因为股票市场上有不同类型的股票，并且每一种类型股票的股价上涨空间都是有一定限度的。"

我们做生意需要经过长期的学习和实践，逐步积累相关的能力和经验，然后抓住机会才能赚钱。

做学问需要长期的学习和努力，逐步积累相关的知识和能力，然后抓住机会才能出成果。

你偶尔打打牌，输赢很小当然无所谓。但是，你如果想成为桥牌冠军，那么你必须不断向高手学习，不断训练提高自己才行。

你偶尔炒炒股票，盈亏很少当然无所谓。但是，如果你想通过投资赚钱养家、买房、发财致富，盈亏关系你的事业和命运，那么你必须付出大量的精力和时间来学习和提高，在不断的实践中逐步积累更多的知识、能力和技巧，然后超过市场上大多数的投资人而经常抓住市场上很少的机会并长期盈利。

价值投资之父格雷厄姆指出："分析技巧对机智的普通股投资人非常重要……投资人应该学会用足够的金融实务知识，以及对于有效分析公司财务报表十分必要的工具和技巧来武装自己。"①

没有经过学习就进行投资，正如没有经过学习和指导就跳伞那样危险，就像没有经过训练就参加网球比赛那样肯定会输。学习投资并非困难，并非金融专业大学毕业生或者 MBA 才能做投资。不过学习投资的确需要一定的时间和努力。

一是投资者必须掌握相关的财务、金融、行业专业知识，并阅读大量的公司年报、报纸杂志的相关报道分析，从而能够对这个公司的价值进行基本的判断。

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 333 页～334 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是投资者还要从自身的投资经验和股市发展的历史过程中汲取教训和经验。只有经过实践检验的知识而不是信息才能帮助投资者取得投资成功。

林奇一生投资心得：历史经验决定投资成败

林奇在波士顿学院学习期间，除了必修课之外，科学、数学和会计这些从商所需的所有重要基础课他一概不学。他偏爱文科，学习了历史学、心理学和政治学，也学习了玄学、认识论、逻辑学、宗教学和古希腊哲学。他后来发现历史学习对他的帮助最大："现在我回过头来看，很显然学习历史和哲学比学习统计学能够更好地为股票投资做好准备。股票投资是一门艺术，而不是一门科学，因此一个接受训练而习惯于对一切事物进行严格数量分析的人在投资中反而是一种劣势，如果选择股票这项工作可以量化分析，那么你只需租用附近的克雷（Cray）计算机进行运算分析，一段时间就可以赚到大钱了。但事实上这种做法根本不管用。每个投资者在上小学四年级时学会的数学知识对股票投资来说就已经足够了（例如，克莱斯勒汽车公司拥有 10 亿美元现金，5 亿美元长期债务等）。"①

刘青山任基金经理的湘财合丰成长基金 2004 年以全年回报率 17.09% 的优秀业绩，高居所有基金净值回报率排行榜榜首。给我们印象很深的是刘青山本人却更倾向强调其偶然性："任何事都有偶然因素，是偶然和必然的统一体。内在的东西是必然性。"

刘青山的理智、平和的心态很多来自于他在中国人民大学历史系历史档案专业的本科学习，他特别喜欢谈论历史。他认为，

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 7 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只股票、一个企业、一个行业也像一个王朝的历史发展一样，盛极而败，周而复始。一个人不能改变这个规律，只能延缓或平滑这种波动。

历史专业的学习让刘青山高度重视风险："历史上成功的有几种人。但有一种人是很普遍的：这些人喜欢不断地否定自己，天天写日记来检讨、反思，当然也有特别自信总认为自己对的人，但喜欢反省自己的人往往能够全始全终。过于自信的人下场往往不好。我就是一个天天怀疑自己、否定自己的人。我天天都在怀疑自己：怀疑我买的任何一只股票、怀疑自己做的决定是不是对。"

毛泽东一生把一套《资治通鉴》通读了17遍，几乎所有的政治家都花费很多的时间和精力来研究历史，因为从历史的长河中汲取教训和经验是一个政治家成功的根本。

政治上如此，投资上也是如此。从股市发展的历史中汲取教训和经验也是一个投资家成功的根本。

刘青山的成功从一个侧面说明重视历史经验对于投资成功的高度重要性。这一点也已经为最新的研究证实。"实验经济学之父"、2002年诺贝尔经济学得奖者弗农·史密斯（Vernon L. Smith）的研究充分地说明从自身的投资经验和股市发展的历史过程中长期积累的经验是投资者取得投资成功的惟一依靠。

在乔治梅森大学的实验室中，史密斯曾通过抽样找来多位学生作为其实验对象，并给他们一定数量的股票及金钱。各人在三个交易时段中所得的股票都能够折成现金，作为使交易更为真实的动力。凭借这样简单透明的框架，观察这些对象的股票交易行为是否会产生很大的泡沫。

实验的结果发现，最大的投资泡沫是在交易初始阶段出现，股价大幅超越合理价而造成泡沫，直到股份寿命终结时，股价才急跌回合理水平。到第二轮交易时，可能因为人们已经预期泡沫的形成和急跌，泡沫形成得比之前早，并且比较小，也就是说股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价已比较接近合理价。到最后一轮交易时，差不多所有参与者不约而同都以接近合理价来交易。实验发现参与者经验愈少，所产生的泡沫便愈大。当投资者经过数轮买卖股票积累了许多经验，对市场的评估能力相应大大提高，他们就会明白，以超出合理价买入或以低于合理价卖出最终是无利可图的。

史密斯的研究发现投资成功并非与拥有信息多寡有关，关键始终在于知识的累积。拥有同样信息并不足以让人们产生一致的预期，因为他们不能确定其他人会怎样利用这些资料，从而导致其行为上的不确定仍然存在。“经验能够令投资泡沫消失。”史密斯语重心长地说，“我们曾经尝试过不同的方法，例如，给予较为平衡的股份及金钱，结果发现只有凭借经验才能在市场生存。”

在现实世界的股票市场，每次泡沫爆破可能就要淘汰一批投资者，而且两次股灾之间发生的时间愈长，便会有愈多没亲身经历过泡沫爆破的新投资者入市。何况许多投资者甚至淡忘了股灾教训，并没有从股灾的历史中借鉴经验。没有痛苦经验的新投资者加上没有汲取历史教训的老投资者，让股市再次进入新一轮的噩梦循环。

巴菲特对那些忘记历史的投资人发出了最严重的警告：“1987年的股市崩盘对于投资人来说整个世界一片疯狂。怎么会发生这样的事呢？人们从中汲取教训了吗？我们能从历史中汲取的教训是，人们总是不能从历史中汲取教训。”

投资者在市场的影响下往往忘记了历史经验和教训，采取与大多数人保持一致选择的典型的羊群行为。证券市场中羊群效应已经为大量实证研究所证实。

列宁有句名言：“忘记过去，就意味着背叛。”当机构投资者和个体投资者像旅鼠一样盲目地跟随市场追涨杀跌时，他们忘记了他们自己和他们的前辈的血的历史教训，这时忘记过去，就意味着失败，甚至可能是永远无法挽回的失败。

在这个羊群效应盛行的股市中，只有那些牢记历史经验和教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

训的人才能保持清醒的头脑，才能做出与众不同的理智决策，也才能取得与众不同的投资业绩。国内国外成功的投资基金经理皆是如此。格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇在任何时候都只相信自己根据事实做出的独立分析和理智决策，而不是其他人的意见。

为了投资成功，要反思你自己投资的历史教训，研究百年来别人投资的历史教训吧。因为决定投资的成败关键不在于你的信息多少，而在于你从历史经验中学会的分析信息的知识和能力。

林奇警告不要迷信专家：专家建议不如生活常识

林奇认为，华尔街习惯于高深的理论、深奥的语言来选股，却忽视了用生活常识来选股：

“逻辑学应该是在选股方面对我帮助最大的一门学科，因为正是逻辑学教我认识清楚了华尔街特有的不合逻辑性。事实上，华尔街的思维方式就跟古希腊人一模一样。早期的古希腊人习惯于好几天坐在一起争论一匹马到底有多少牙齿。他们认为只要坐在那里讨论就可以得到答案，并不用找一匹马亲自数数。而现在华尔街的情况则是许多投资者只是坐在一起争论股价是否会上涨，只靠对公司财务数据的冥思苦想就能找到答案，似乎根本不用调研核查公司中的实际经营情况。”①

林奇用自己的经验告诉大家，与其向那些只关注股市行情而不重视调查研究的经纪人或者投资专家寻找选股建议，而不如从自己的生活中寻找那些产品非常吸引人的但公司本身却并不怎么出名的高成长公司股票。往往引导你发现好公司股票的并非是什么高深的数学知识，而是很普通的生活常识。

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 7 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"要获得那些惊人的丰厚投资回报，你必须在正确的时机及时买入和及时卖出股票。但是，即使你错过了股票的最高卖出价位或最低买入价位，如果你购买的是上面所提到的那些大家都熟知的公司股票，那么你的投资回报仍然要比购买那些谁都搞不懂的业务十分怪异的公司股票要好得多。"①

林奇为我们讲述了一个在新英格兰州的消防队员运用自己的生活常识选股而成为百万富翁的著名的故事：

20 世纪 50 年代，新英格兰州的一名普通的消防队员注意到，这几年来当地的一家塔姆布兰茨（Tambrands）公司（后来更名为 Tampax）下属的工厂在以非常惊人的速度扩张。这个消防员想，除非这家公司的发展前景一定非常好，否则该公司的发展速度不会如此的惊人。基于这种想法，他投资 2 000 美元买入这家不知名公司的股票。在随后的 5 年间他每年投资 2 000 美元买入这家公司投票。虽然他并没有买当时非常流行的沃尔沃汽车公司的股票，但是，到了 1972 年他原来分 6 年投资的 1.2 万美元却增长到了 100 多万美元，让他成为了百万富翁。

林奇讲完这个故事后，感叹地说：②

"尽管我不能肯定我们这位幸运的消防队员是否曾向经纪人或者其他投资专家寻求投资建议，但是，我可以肯定的是有很多投资专家会对他说，他投资于 Tambrands 公司的这种逻辑推理存在的缺陷，如果他明智的话，他就应该选择那些机构投资者正在购买的蓝筹投，或者是购买当时非常流行的电子类热门股票。令人庆幸的是，我们的这位消防队员始终坚持自己的想法。"

"你可能会认为，那些天天呆在 Quotron 股票行情显示机旁的投资专家们才有机会听到那些复杂且高深的小道消息，因此只有

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 7 页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 XIV 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些投资专家才能给我们提供最好的选股建议。但作为基金管理人的我却是运用跟这位消防队员完全相同的方法自己独立找到了许多好股票。每年我都要拜访数百家上市公司，花费一小时又一小时的时间跟 CEO、金融分析师以及那些共同基金业内的同事一起不断进行一次又一次让人头脑兴奋的聚会交流。但我却是在这种正式场合以外的环境中遇然发现了让我赚到大钱的大牛股，各位业余投资者也可以像我一样在日常生活中发现大牛股。”

林奇正是主要通过日常生活中的处处留心，从身边最普通常见的产品、服务中发掘出了一个又一个涨幅惊人的好股票：

• 在去加利福尼亚的旅途中吃快餐让他发现了塔可钟（Taco Bell）公司。

• 一个在与其竞争的假日饭店工作的朋友的交谈让他对 La Quinta 的优良经营印象深刻，林奇买入后股价在 10 年涨了 11 倍。

• 他一家人和一些朋友开的沃尔沃汽车让他发现了沃尔沃公司股票。

• 他的孩子、公司系统管理员对苹果电脑的喜爱让他买入了苹果电脑股票。

• 从事丧葬行业的 SCI 公司是他的一位同事在旅行途中发现的，这只毫不知名的公司股票后来的涨幅惊人。

• 他的妻子对 L’eggs 的超级赞赏让他找到了一只上涨 3 倍以上的股票。

林奇认为，对于业余投资者来说，利用自己的生活常识，仔细观察日常生活中的各种产品，选择那些生产自己相当了解的产品的公司股票，是成功投资的最好出发点。

林奇告诉我们，从日常生活受到消费者欢迎的产品，发现有良好发展前景的公司，是成功投资的第一步。但并非买入这样公司的股票就可以赚钱，现实的投资并非如此简单。接下来你应该仔细研究这家公司的情况，然后根据你的研究结果再进行投资判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇正是这样取得投资成功的。

在他掌管麦哲伦基金的13年间，他从日常生活常识出发，发现了许多公司并不出名、股票并不受人关注的公司股票，他仔细研究并确定这些公司的股票是他喜欢的成长股，最终这些股票平均上涨了20多倍。他坚信每个投资者都可以从这样一种基于生活常识的股票分析方法中受益。

林奇用自己的经验告诉我们，从日常生活中找到的与上市公司相关的信息比听那些投资专家的建议更加可靠：

“自从我的妻子卡罗琳在超级市场购买丝袜发现L'eggs公司以及我吃玉米馅饼快餐发现Taco Bell公司以后，我就一直相信逛街和吃东西是一个进行基本面分析的投资成功之道……当你分析研究一家公司时，如果能够实地考察一下这家公司经营的实际情况，会让你的分析更加可靠。”①

记住林奇的话：

“业余投资人要战胜专业投资者并不是人们所想像的那么困难。”②

散户战胜专业投资者的捷径就是从最普通的生活常识出发，寻找那些投资专家们根本不会注意的无名却发展迅速的高成长公司股票。

“在任何一个行业，在任何一个地方，平时留心观察的业余投资者就会发现那些卓越的高成长公司，而且发现时间远远早于那些专业投资者。”③

请记住林奇的忠告：

“作为一个业余投资者，你的优势并不在于从华尔街投资专家

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第227页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第Ⅳ页。

③ ［美］彼得·林奇《战胜华尔街》，上海财经大学出版社，2002年，第395页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那里获得的所谓专业投资建议。你的优势其实在于你自身所具有的独特知识和经验。如果你充分发挥你的独特优势来投资于你充分了解的公司和行业，那么你肯定会打败那些投资专家们。”①

巴菲特的投资经验：大量阅读才能积累财务与行业知识

巴菲特也是首先向证券分析之父格雷厄姆学习，并在其手下工作两年后，然后开始独立管理投资，经过多年的学习、模仿、实践后逐步提高了自己的知识、能力，并形成了自己的投资策略，在可口可乐、政府雇员保险公司、华盛顿邮报等投资上大获成功。

人们问巴菲特应该如何学习投资呢?

巴菲特说：“你可以选择一些尽管你对其财务状况并非十分了解但你对其产品非常熟悉的公司。然后找到这家公司的大量年报，以及最近5年~10年间所有关于这家公司的文章，深入钻研，让你自己沉浸于其中。当你读完这些材料之后，问问自己：我还有什么地方不知道却必须知道的东西？很多年前，我经常四处奔走，对这家公司的竞争对手、雇员等相关方面进行访谈……我一直不停地打听询问有关情况。这是一个调查的过程，就像一个新闻记者采访那样。最后你想写出一个故事。一些公司的故事容易写出来，但一些公司的故事很难写出来，我们在投资中寻找的是那些故事容易写出来的公司。”

在1999年伯克希尔股东大会上，查理·芒格说：“我认为我和巴菲特从一些非常优秀的财经杂志中学习到的东西比其他渠道多得多。我认为，没有大量的广泛阅读，你根本不可能成为一个真正的成功投资者。”

但是，巴菲特从不建议投资者学习那些经常出现在投资学教

---

① ［美］彼得·林奇《战胜华尔街》，上海财经大学出版社，2002年，第393页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科书中的复杂的高等数学知识，因为他认为那根本没有用。1986年，巴菲特在与《频道》杂志记者帕特西雅·波尔谈话时，他对商学院的教育体系提出了尖锐批评："商学院非常重视复杂的模式，却忽视了简单的模式，但是，简单的模式却往往更有效。"巴菲特认为，成功的投资并不需要高等数学知识，"如果高等数学是必须的，我就得回去送报纸了，我从来没发现在投资中高等数学有什么作用。"① "你不需要成为一个火箭专家。投资并非一个智商为160的人就能击败智商为130的人的游戏。"②

巴菲特这样概括他的日常工作："我的工作是阅读。"③ 巴菲特正是通过大量的阅读来研究公司的业务与财务。

首先是公司业务研究。巴菲特首次对政府雇员保险公司产生投资兴趣时，他是这样做的："我阅读了许多资料。我在图书馆待到最晚时间才离开……我从BESTS（一家保险评级服务机构）开始阅读了许多保险公司的资料，还阅读了一些相关的书籍和公司年度报告。我一有机会就与保险业专家以及保险公司经理们进行沟通。"④

其次是财务分析。巴菲特阅读最多的是企业的财务报告。"我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料。"⑤

巴菲特认为，分析企业会计报表是进行价值评估的基本功，不懂财务的人最好不要做投资："当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。但不幸的是，

---

① Warren Buffett：speech on December 6，1994 at the New York Society of Financial Analysts.

② Fromson，Brett Duval：Are these the new Warren Buffetts?（1990 Investor's Guide）Fortune，September，1989.

③［美］安迪·基尔帕特里克：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年，第13页。

④ "Buffett Talks Strategy with Students"，Omaha World-Herald，Jan. 2，1994.

⑤ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Meeting，1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当他们想弄虚作假时，起码在一些行业，同样也能通过报表的规定来进行。如果你不能辨认出其中的差别，那么你就不必在资产管理行业中混下去了。”①

在研读巴菲特39年来在伯克希尔年报中写给股东的信中，我们对巴菲特对企业会计报表的财务分析能力无比佩服。

但想想自己，看看周围做投资的朋友，不禁非常惭愧。我们往往非常重视公司财务报表披露的每股收益等数字，却很少有人能够分析出这些数字是否正确、有多少水分、盈利来源是什么、能否持续等。

我们只想着股价如何如何，却忘记了分析支撑股价的公司资产、盈利、现金流量等基本面如何，甚至可以说大多数人根本不懂财务，却自以为很懂投资。我们自以为像在电视遥控器上按下频道代码就能找到想看的频道那样，只要知道公司的每股收益等主要指标就可以准确判断公司股票的价值。

事实上，蓝田股价、银广厦等公司虚假信息披露的重大丑闻，让我们才最终发现，我们太容易被公司制造的财务报表数字所遥控，却根本没有能力分析这些数字背后隐藏的真相。我们不需要成为财务分析专家，但必须具有一定的财务分析能力，而且要看透财务报表数字后面隐藏的公司业务真相。尤其是对信息披露质量不尽如人意、虚假披露比比皆是、公司丑闻一再发生的中国股市来说，投资人必须练就看透公司报表的火眼金睛。

巴菲特之所以在投资上从未落入上市公司虚假信息披露的陷阱，是因为他分析财务报表的同时大量阅读相关资料，寻找上市公司信息披露后面隐藏的真相：“我看待上市公司信息披露（大部分是不公开的）的态度，与我看待冰山一样（大部分隐藏在水面以下）。”②

---

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第121页。

② Warren Buffett：the Letter to the Partners of the Buffett Partnership，1966.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特给阅读企业财务报告的投资者提出了以下3条建议：

“第一，特别注意会计账务有问题的公司，如果一家公司迟迟不肯将期权成本列为费用，或者其退休金估算假设过于乐观，千万要当心。当管理层在幕前就表现出走上了斜路，那么在幕后很可能也会有许多见不得人的勾当。厨房里绝对不可能仅仅只有你看见的那一只蟑螂。

“第二，复杂难懂的财务报表附注披露通常暗示管理层不值得信赖，如果你根本就看不懂附注披露或管理层分析，这通常表明管理层压根儿就不想让你搞懂，安然公司对某些交易的说明至今还让我相当困惑。

“最后，要特别小心那些夸大收益预测及成长预期的公司，企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，收益也很难一直稳定成长。至今查理跟我都搞不清楚我们旗下企业明年到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季度的盈利数字，所以，我们相当怀疑那些常常声称知道未来会如何如何的CEO们。而如果他们总是能达到他们自己声称的目标收益，我们反而更怀疑这其中有诈。那些习惯保证能够达到盈利预测目标的CEO们，总有一天会被迫去假造盈利数字来继续实现自己的保证。”①

4.3 巴菲特战胜自己的秘诀：自制是成功第一原则

> 我很理性。很多人比我智商更高，很多人也比我工作时间更长、更努力，但我做事更加理性。你必须能够控制自己，不要让情感左右你的理智。
>
> ——巴菲特

① Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Report. 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们没有必要比别人更聪明，但我们必须比别人更有自制力。

——巴菲特

任何读过成功学或励志书籍的人都被一再灌输这样一个成功定律：自信、自信、再自信。

确实有许多著名人士总结其一生的成功经验时，也将其中最重要的因素归结于自信。

因此，许多投资人在进入股市时，也将生活中的成功经验带到股市中，在投资中对自己充满自信。

遗憾的是，在生活中自信、甚至过度自信往往能激发人的奋斗意志。但在投资中并非如此，过度自信是大多数人投资失败的首要原因。

心理学中的研究表明，人们总是对自己的知识和能力过度自信，过度自信几乎是人类最根深蒂固的心理特征之一。投资者往往过于相信自己的判断能力，高估自己成功的机会，认为自己能够“把握”市场，把成功归功于自己的能力，而低估运气和机会在其中的作用。研究还表明各领域内的专家往往比普通人更趋向于过度自信，金融专业人士（证券分析师、机构投资者）也是如此。过度自信的产生有其深刻的心理学基础，证券市场的巨大不确定性使投资者无法做出适当的权衡，非常容易出现行为认知偏差。过分自信是行为金融学中研究最多的认知偏差，市场上的很多异象都是由投资者的过分自信造成的，最典型的投资者行为是过度交易，提高成交量，导致高昂的交易成本，从而对投资者的财富造成不必要的重大损失。

针对大多数人过度自信导致投资失败的事实，巴菲特提醒，投资人必须具备很强的自制力：“我很理性。很多人比我智商更高，很多人也比我工作时间更长、更努力，但我做事更加理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你必须能够控制自己，不要让情感左右你的理智。”“我们没有必要比别人更聪明，但我们必须比别人更有自制力。”① 因为只有将自己的投资范围限制在自己的能力圈内，投资者才有可能对企业持续竞争优势进行合理的分析，才能对企业价值进行大致准确的估计，也才有可能取得满意的投资收益率。

自制的范围：能力圈的边界远比大小更重要

巴菲特1986年6月9日在《广播》中指出：“生活的关键在于要给自己准确定位。”

与此同时，他在投资中也是如此。

巴菲特在伯克希尔1996年年报中为投资者提出了最重要的能力圈原则：“投资人真正需要具备的是正确评估所选择企业的能力。请特别注意‘所选择’（selected）这个词，你并不需要成为一个通晓每一家或者许多家公司的专家。你只需要能够评估在你能力圈范围之内的几家公司就足够了。能力圈范围的大小并不重要，清楚自己的能力圈边界才是至关重要的。”

那么，怎么画出你自己的能力圈呢：

“在你所了解的企业的名字周围画一个圈，然后去掉那些没有内在价值、没有好的管理和没有经受住困难考验的不合格的企业。”②

“对你的能力圈来说，最重要的不是能力圈的范围大小，而是你如何能够确定能力圈的边界所在。如果你知道了能力圈的边界所在，你将比那些能力圈虽然比你大5倍却不知道边界所在的人要富有得多。”③

---

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Meeting，2002.

② An Interview with warren Buffett in 1974，Forbes magazine，the November 1，1974.

③ “Warren Buffett Talks Business，” The university of north carolina，center for public Television，Chapel Hill，1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的投资搭档查理·芒格说："投资是一个比赛谁的未来预测更正确的游戏。你是如何预测的呢？保证预测正确的一个方法是把你的预测对象限制在能力圈范围之内。如果你试图预测所有因素的未来，那么你的野心太大了。"

事实上，在生活中自制是说起来容易做起来难。在投资中确定并限制自己在能力圈内进行投资也是如此。许多时候你自认为你能够非常好的理解的上市公司其实你并不怎么理解。比如宝钢、长江电力是我们非常熟悉的上市公司，但有几个人真正理解钢铁、水力发电的业务和技术呢？

自制的要求：重要的不是知道什么，而是知道自己不知道什么

不同的人理解不同的行业。最重要的事情是知道你自己理解哪些公司的业务以及什么时候你正好在自己的能力圈内进行投资。清楚的知道自己的能力圈边界，并且以很强的自制力限制自己不要超出能力圈范围，是投资成功的最关键因素。

巴菲特认为，在投资中不要投资于能力圈边界以外的企业，这样才能尽量避免犯重大的错误。

"我们努力固守于我们相信我们可以了解的公司。这意味着那些公司具有相对简单且稳定的特征。如果企业业务非常复杂而且不断变化，那么，我们就实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量。碰巧的是，这个缺点丝毫不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们是否真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足以成功了。"①

"自从 1986 年艾吉特（Ajit Jain）加入我们队伍以后，我清楚

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地了解他签发的所有保单的每一个细节，但无论在任何情况下，我从来没有发现过他违背签发保单的三项原则。虽然他对自己非常严格的纪律约束无法保证绝对不会发生损失，但这样做确实可以避免不必要的愚蠢错误，而这正是最关键的原因：与我们的投资一样，保险想要取得卓越的长期业绩，主要是在于避免做出愚蠢的决策，而不是在于做出几个非凡的英明决策。”①

自制的体现：专注于自己能力圈范围内的事情

看过电影《阿甘正传》后，不禁陷入沉思：我们大多数人远远比那个阿甘聪明，却为何一事无成？

关键是阿甘充分认识到自己的能力局限，只在自己的能力圈范围内把能做的事情做到最好。而我们却总是不屑于做那些能做会做的普通事，总想去做那些超出自己能力圈范围的不平凡的事。

巴菲特让自己坚持做投资中的阿甘，所不同的是阿甘根本不懂得压力，巴菲特却是在任何压力下都始终坚持固守在能力圈范围的基本原则：

“我们的工作就是专注于我们能够了解的事情，这一点非常非常重要。”②

“所有情况都不会驱使我做出在能力圈范围以外的投资决策（我不会遵循那种‘如果不能征服他们就加入他们’的哲学，我的哲学是‘如果不想加入他们就征服他们’）。”③

巴菲特在1987年《美国西部杂志》秋季刊中说：“我是一个非常现实的人，我知道自己能够做什么，而且我喜欢我的工作。

---

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 2001.

② Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Meeting，1997.

③ Warren Buffett：the Letter to the Partners of the Buffett Partnership，1967.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许成为一个职业棒球大联盟的球星非常不错，但这是不现实的。”

“很多事情做起来都会有利可图，但是你必须坚持只做那些自己能力范围内的事情，比如我们没有任何办法击倒泰森。”①

“我是一个现实主义者。我喜欢目前所从事的一切，并对此始终深信不疑。噢，可能我过去要是选择做一个棒球联赛的主力选手也会是一件美妙的事，但正是由于现实主义起作用的结果，才使我选择目前的职业。”②

查理·芒格警告投资者说：“每个人必须找出你的长处，然后你必须运用你的优势，如果你试图在你最差的方面获取成功，我敢肯定，你的事业将会是一团糟！”③

林奇发现一件有趣的事，投资者总是不买自己熟悉的行业的公司股票，并往往购买自己根本不懂其公司业务的热门股：“一般情况下，如果你对医生们进行调查，我敢打赌他们当中可能只有一小部分人购买了医药股，而大部分人购买的是石油股；如果你对鞋店的老板进行调查，则可能结果是绝大多数人买了航空股而不是制鞋业的股票，反过来航空工程师可能涉足更多的是制鞋业的股票。我实在想不明白：为什么股票就像门前的草坪一样，人们总是觉得别人家的草坪更绿一些呢？”④

自制的最高境界：把简单的事做到最好

在生活中，大多数人都喜欢关注那些明星的绯闻、重大新闻

① Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1991.

② ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 66 页。

③ ［美］罗伯特·哈格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年，第 120 页。

④ ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 82 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件、几乎只有极少数人能够完成的吉尼斯记录，却很少关注那些在日常生活中很容易就做到的小事，如不随地吐痰、关心爱人和孩子等。尽管吉尼斯记录等那些世界大事对于我们自己的幸福和成功并没有什么帮助，而后者却是我们幸福和成功的关键。

人们经常把生活中的误区带到投资中，比如，大多数基金经理运用非常高深的数学模型来管理其投资，大多数投资人愿意学习复杂的技术指标和走势图表分析来进行投资，却不愿意根据简单有效的常识来进行理性投资。

创造超级财富和惊人业绩的巴菲特一再告诉我们，真正的投资策略就像生活常识一样非常简单，简单得不能再简单。

“由于价值投资非常简单，所以没有教授愿意教授它。如果你已经取得博士学位，而且用很多年学习运用数学模型进行复杂的计算，然后你再来学习价值投资，这就好像一个佛教信徒去西天取经，却发现只要懂得多行善事就足够了。”①

1986 年，巴菲特在与《频道》杂志记者帕特西雅·波尔谈话时，他对商学院的教育体系提出了尖锐批评：“商学院非常重视复杂的模式，却忽视了简单的模式，但是，简单的模式却往往更有效。”

巴菲特认为，投资的关键是专注于做好那些你很容易就可以做好的简单的事，这要比做困难的事更容易避免错误，更有助于你取得长期的投资成功。

“尽管拥有长达 25 年之久的购买并监控大量不同企业的投资经验，查理和我还是没有学会如何解决公司经营中的困难问题。我们惟一学会的是避开这些问题企业。在投资方面我们之所以已经做得非常成功，是因为我们全神贯注于寻找我们可以轻松跨过的 1 英尺栏杆，而避开那些我们没有能力跨过的 7 英尺栏杆。”②

---

① L. J. Davis：“Buffett Talks Stock”，The NY Times Magazine，April 1，1990.

② Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 如何分析市场

对待价格波动的正确的态度是所有成功的股票投资的试金石。

——格雷厄姆

人们通常认为在生活中态度决定一切，其实在投资中也是态度决定一切。格雷厄姆指出，“对待价格波动的正确的态度是所有成功的股票投资的试金石”①。

之所以强调对待市场巨大波动的正确态度，是因为股票市场的影响力实在太巨大了，投资者要保持理性的决策是一件非常困难的事情。

正如巴菲特所说：“一个投资者必须既具备良好的公司分析能力，同时又具备必须把他的思想和行为同在市场中肆虐的极易传染的情绪隔绝开来，才有可能取得成功。在我自己与市场情绪保持隔绝的努力中，我发现将格雷厄姆的市场先生的故事牢记在心非常非常有用。”而在市场波动的巨大心理性影响中保持理性的前提是对市场波动有正确的态度和看法。

投资大师们用其一生的投资经验为我们提出正确看待市场波动的成功经验：

- 格雷厄姆和巴菲特的忠告：“市场先生”是仆人而非向导。
- 巴菲特与林奇的警告：股市永远无法准确预测。
- 巴菲特与林奇投资成功的基本原则：要逆向投资而不是跟

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第31页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随市场。

● 投资大师对有效市场理论的共同批判：有效市场理论荒唐透顶。

5.1 格雷厄姆与巴菲特的忠告：跟随市场永远无法战胜市场

市场先生是你的仆人，而不是你的向导。

——巴菲特

格雷厄姆曾讲过一个寓言来描述投资者受到股市巨大影响力的盲目性：

当一位石油勘探者准备进入天堂的时候，圣·彼得拦住了他，并告诉了他一个非常糟糕的消息："你虽然的确有资格进入天堂，但分配给石油业者居住的地方已经爆满了，我无法把你安插进去。"这位石油勘探者听完，想了一会儿后，就对圣·彼得提出一个请求："我能否进去跟那些住在天堂里的人们讲一句话？"圣·彼得觉得没什么，就同意了他的请求。于是，这位石油勘探者就把手罩在嘴边大声喊道："在地狱里发现石油了！"话音刚落，大门顿开，天堂里住的所有石油勘探者们都蜂拥着跑向地狱。圣·彼得看到这种情况非常吃惊，于是，他请这位石油勘探者进入天堂居住。但这位石油勘探者迟疑了一会儿说："不，我想我还是跟那些人一起到地狱中去吧，传言说不定是真的呢。"

格雷厄姆通过这则寓言告诫投资者切忌盲目跟风。股市上一有传言出现，许多投资者在传言未经证实之前就已快速而盲目地依据这些传言买入或卖出股票，跟风盖过了理性思考。令格雷厄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆感到非常费解的是华尔街上的投资专业人士尽管大多都受过良好的教育并拥有丰富的投资经验，但他们却无法做到理性，而是更多地受到市场情绪的左右。机构投资者尚且如此，一般个体投资者的羊群行为更是明显，比起集体自杀的旅鼠有过之而无不及。

巴菲特的旅鼠警告：跟随市场的命运是死亡

羊群行为指动物（牛、羊等畜类）成群移动、觅食。后来这个概念被引申来描述人类社会现象，指与大多数人一样思考、感觉、行动，与大多数人在一起，与大多数人保持一致。根据贝克钱德尼 Bikhchandani（2000）的定义，“羊群行为（Herd Behavior）”是指投资者在交易过程中存在学习与模仿现象，从而导致他们在某段时期内买卖相同的股票。

以后，羊群效应这个概念被金融学家借用来描述金融市场中的一种非理性行为，指投资者趋向于忽略自己的有价值的私有信息，而跟从市场中大多数人的决策方式。羊群行为表现为在某个时期，大量投资者采取相同的投资策略或者对于特定的资产产生相同的偏好。金融经济学家有关证券市场中羊群效应的实证研究已经取得不少成果。斯切夫斯坦（Scharfstein）和史泰因（Stein）（1992）的研究发现，基金经理之间存在着明显的羊群效应；[①] 格林布拉特（Grinblatt）、铁特曼（Titaman）和维纳斯（Wemers）（1995）则发现共同基金投资的羊群行为；[②] 图曼（Trueman）和韦尔奇（Welch）（1994）则以金融分析师为研究对象，结果也证

---

① Scharfstein D. S. & Stein J. C.（1990）“herd behavior and investment” American Eco－nomic Review，80，465～479.

② Grinblatt M.，Titman S. & Wermers R.（1995）momentum investment strategies，portfolio performance and herding：a study of mutual fund behavior American Economic Review，85（5），1088～1104.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实了分析师之间显著的羊群效应。①

美国一位养老基金经理曾在《华尔街日报》(1989年10月17日）上描述道："机构投资者是群居的动物，我们观察相同的指标，聆听相同的预测，像旅鼠一样，我们往往在同一时间向相同的方向迁徙，这种行为通常加剧了股价的波动。"

巴菲特将投资者盲目随大流的行为比喻为旅鼠的成群自杀行为。

旅鼠体形椭圆，四肢短小，比普通老鼠要小一些，常年居住在北极。旅鼠虽为哺乳动物，但其繁殖能力很强。一只母旅鼠一年最多可生产6窝~7窝，小旅鼠出生后30天便可交配，经20天的妊娠期，即可生下一窝小旅鼠，每窝可生11个，据此速度，一只母鼠一年可生成千上万只后代。

在平常年份，旅鼠只进行少量繁殖。只有到了丰年，才会大量繁殖，使其数量急剧增加。一旦达到一定密度，例如，1公顷有几百只之后，奇怪的现象便发生了：这时候，几乎所有旅鼠突然都变得焦躁不安起来。它们东跑西颠，吵吵嚷嚷且永无休止，并且停止进食，似乎是大难临头，世界末日就要来临。更加不可思议的是，旅鼠显出一种强烈的迁徙意识，纷纷聚在一起，形成大群。先是到处乱窜，像是出发前的忙乱，接着不知由谁一声令下，则会沿着一定方向进发，星夜兼程，狂奔而去，而大海又总是它们最终的归宿。

巴菲特所说的投资中的旅鼠行为是指"无意识地模仿同类的行为倾向，无论这样模仿是多么的愚蠢"。在投资中，许多投资人"以旅鼠般的热情跟着领导走；现在他们正在遭受旅鼠一般的悲惨命运"②。

---

① Trueman, B. (1994) "analysts forecasts and herding behavior" Review of financial studies, 7 (1), 97~124.

② Warren Buffett: Bershire Hathaway Annual Report. 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的旅鼠行为的后果是使股票价格经常远远偏离价值：“代表部分权益的股票在一个拍卖市场中进行买卖，拍卖价格由那些行为模式类似于由于悲观而发狂的旅鼠队伍一样的参与者所决定。”①

巴菲特指出投资人像旅鼠一样的从众行为产生的根本原因在于避免作为个体受到灾难：“依照惯例尽管失败却仍是一条可行之路，就旅鼠群体而言或许臭名远扬，但却没有一只旅鼠作为个体而言备受责难。”②

格雷厄姆的著名寓言：市场是仆人而不是向导

巴菲特在伯克希尔 1987 年年报中对“市场先生”进行了深入的分析，他忠告投资人，市场是仆人而不是向导，因此要利用市场，而不是跟随市场：

“很久以前，我的朋友和老师本·格雷厄姆曾描述过对市场波动的心态，我认为这种心态对于投资是否成功具有特别重要的意义。你必须想像市场报价来自于一位特别乐于助人的称为‘市场先生’的朋友，他是你私人企业的合伙人。‘市场先生’每天都会出现，报出一个他既可以买入你的股份也可以卖给你股份的价格。”

“尽管你们俩的合伙企业具有非常稳定的经济特性，但‘市场先生’的报价却有各种可能。因为不幸的是，这个可怜的家伙有感情脆弱的老毛病。有些时候，他心情愉快，而且只看得见对公司发展有利的因素。在这种心境下，他可能会报出非常高的买卖价格，因为他害怕你会盯上他的股份，抢劫他即将获得的利润。

① Warren Buffett：Bershire Hathaway Annual Report. 1982.

② Warren Buffett：Bershire Hathaway Annual Report. 1984.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在另一些时候，他意气消沉，而且只看得见公司和整个世界前途渺茫。在这种时候，他会报出非常低的价格，因为他害怕你会将你的股份脱手给他。”

“此外，‘市场先生’还有一个讨人喜欢的特点，就是他从不介意无人理会。如果今天他的报价不能引起你的兴趣，明天他再来一个新的报价。但是否交易，严格按照你的选择。在这些情况下，他越狂躁或者越抑郁，你就越有利。”

“但是，就像舞会上的灰姑娘（Cinderella），你必须留意以下警告，否则一切都会变回到南瓜和老鼠：市场先生是你的仆人，而不是你的向导。你迟早会发现对你有用的是他的钱包，而不是他的智慧。如果某一天他表现得愚蠢至极，那么你既可以不理不睬他，也可以乘机利用。但如果你受了他的影响而犯下错误，那结果将会十分悲惨。实际上，如果你不能确定你远远比‘市场先生’更加了解你的目标公司并能够正确评估公司价值，那么你还是不要参加股票投资游戏了。就像他们在扑克牌游戏中说的那样：如果你玩了 30 分钟后还不知道谁是笨蛋，那么你就是那个笨蛋。”

“在当今投资世界里，大多数职业投资者和学术人士谈论有效市场、动量对冲和 β 值，本·格雷厄姆关于‘市场先生’的寓言看起来可能有些过时。他们对那些东西更感兴趣完全可以理解，因为对那些以提供投资建议来谋生的家伙来说，裹着一层神秘面纱的投资技巧显然更容易拿来赚钱，因而更有价值。毕竟，仅凭建议你吃两片阿司匹林，庸医就攫取了多少名声和财富。”

“可是对于根据投资建议来进行投资的投资者来说，市场秘籍却不一定有什么价值。在我看来，依靠那些晦涩难懂的公式、计算机程序或者股票和市场的价格行为形成的指标，绝不可能取得投资成功。相反，一个投资者必须既具备良好的公司分析能力，同时又具备必须把他的思想和行为同在市场中肆虐的极易传染的情绪隔绝开来的能力，才有可能取得成功。在我自己与市场情绪保持隔绝的努力中，我发现将格雷厄姆的‘市场先生’的故事牢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记在心非常非常有用。”

中国基金跟随市场的后果：抱团取暖反而集体受冻[1]

大草原上，寒冷的冬天，寒风肆虐的深夜，羊儿们会成群紧紧靠在一起，抱团取暖。

股市上，寒冷的熊市，持续低迷的行情，基金经理们也会抱团取暖，抱牢几乎完全相同的防御型股票，希望共同度过股市的寒冬。

基金的选择与动物的选择都是一样的，都是为了安全，为了能够在残酷的环境下继续安全地生存。

但安全是有代价的。

羊群紧靠在一起，草料有限，每只羊只能吃到仅仅能够维持生存的草料，没有哪只羊能够既待在羊群中取暖，又能吃到很多草而长得又肥又壮。

大部分基金都买入大致相同的那些有限防御型股票，而符合基金选择标准的防御型股票相当有限，每只基金在相对合理的价位只能买入数量有限的持股，加上防御型股票本身的特点，很少有哪只基金依靠防御型股票大赚特赚。

2002 年足球世界杯时，在与意大利争夺 8 强席位比赛中，韩国队教练希丁克最后时刻孤注一掷，两名前锋换下两名后卫，用四个前锋狂轰对方球门，最终幸运进球获胜。如果他换上的还是负责防御的后卫，而不是负责进攻的前锋，那么他绝对不会胜利。

足球场上，不能只靠防御战胜对手。

股票市场上，同样不能只靠防御战胜市场。

在晨星评级的 2005 年 8 月底最新统计里，上证 50ETF 三个月

---

① 刘建位：“抱团取暖，集体受冻”，《证券时报》，2005 年 8 月 30 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率居于全国所有基金之首，也就是说最近三个月所有的股票投资基金都输给了市场。

总共42家基金管理公司旗下的181只基金2005年上半年报已全部公布完毕。根据天相投资顾问公司提供的统计数据，181只基金2005年上半年实现净收益为－26.47亿元，截至上半年年末账面浮亏33.51亿元，合计经营业绩亏损59.98亿元。

亏损让基金经理开始反思。

由于股权分置改革的顺利进行，多数基金经理在半年报中认为股权分置改革承认了A股含权的事实，这成为A股市场具备投资吸引力的最重要理由。在此基础上，基金普遍认为，股市最困难的时期已经过去，目前A股市场正处于相对低位，未来向上的空间远远大于向下的风险。

不少基金经理提出要转变2005年二季报“防御、防御、再防御”的操作策略，下半年的操作思路将变得更有进攻性，许多基金经理表示要抓住时机适当提高股票投资的比例。

基金经理们要转守为攻了。

但羊群效应不但出现在股市低迷时期，在股市上涨阶段，基金经理同样会盯牢一些大致相同的股票，抱团取利。

尽管由于股市整体上涨，基金经理抱团同样可以盈利，但其业绩仍然会输于大盘。因为羊群行为，目的是跟随大众，而不是为了超越大众。

群居是动物的本性，也是人类的本性。在社会生活中我们倾向于形成一个又一个群体，在投资中我们也同样如此。

与普通投资者相同，孤独同样也会让基金经理感到不安。投资于那些不被市场普遍看好的、甚至受到其他同行排斥的股票，而且投资成败关系到基金以及基金经理本人的事业生死存亡时，更会让基金经理感到不安。而投资与同行们类似的股票，即使业绩不佳也情有可原，因为大家都是如此。这正是基金经理们羊群行为盛行的根本原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多投资者没有勇气坚持自己的看法，对自己的判断力没有信心，却总觉得别人比自己知道得更多，市场整体比个人更聪明。因此，他们总是喜欢参考别人的意见，观察市场上大多数投资者的行踪，并据此决定自己的行动。

当你让从众心理代替了独立思考时，虽然可以获得羊群行为带来的安全感，但你最终必然会为你不愿独立思考的懒惰、缺乏勇气的懦弱付出代价。这种代价表现在你想买入别人都在买的股票时，这些股票的价格已经上涨不少了。

正如比尔·盖茨总结巴菲特成功的关键一样，巴菲特以惊人的优势战胜市场的关键在于能够洞察先机。基金经理要战胜市场，就必须先于大多数人发现并买入有潜力的股票，这样才能以更低的价格买入，从而取得比大多数人更好的业绩。

但是，要做到洞察先机，基金经理只能独立思考。你不能依靠跟在别人后面取得比赛的胜利。你也不能依靠与其他人完全相同的策略取得完全不同的业绩。业绩要与众不同，首先要投资策略与众不同。

股权分置改革的大面积推开，使我们面临的市场已经逐步发展成为一个与过去10多年来有很大不同的市场。

不同的市场需要不同的投资策略。

不同的投资策略需要基金经理敢于与众不同行动的勇气、善于发现与众不同股票的智慧。

在股票投资中，战胜市场的永远只有少数人，因为只能少数人才有洞察先机的智慧，只有少数人才有特立独行的勇气。要想成为战胜市场的少数人，就必须抛弃从众的羊群行为，独立思考，独立行动。

如果你不相信我，那你一定要相信有史以来最成功的基金经理彼得·林奇。

人们往往对热门股趋之若骛，林奇却对热门股回避得唯恐不及：“如果有我不愿买的股票，那它一定是最热门行业中最热门的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。”

林奇极力回避众人追捧的热门股，对无人问津的冷门股却热情无限：“如果你找到了一只几乎不曾被机构投资者问津的股票，你就找到了一只有可能赚钱的股票。如果你找到一家公司，它既没有被分析家们访问过又没有专家会承认知道它，你赚钱的机会就会大了一倍。”

费雪与林奇的提醒：与众不同并非就是价值投资

需要注意的是，选择其他人不选择的股票，并非是真正的逆向投资，更不是价值投资。

与众不同肯定是一种冒险。与众不同很有可能完全错误，可能大多数人反而是对的，在这种情况下，选股与众不同则是一种很大的错误，导致资金无限期套牢，无利可赚，再没有比这件事更糟的了。

费雪指出反其道而行但走对路，逆向投资首先要保证你是对的而大多数人是错误的：“训练自己不要盲从大众，而要能够在大众左转时右转，是投资成功最重要的基本功夫之一……反向意见（converse opinion）的重要性，其他投资著作着墨已多。但是光有反向意见还不够。我看过不少投资人士鼓吹背离一般思想潮流，保持反向意见，却完全忽视了个中的含义是：背离一般投资思想潮流时，你必须非常肯定自己是对的。比方说，当情势变得很明显，汽车将取代电车，而且曾经受宠的都市铁路股票市盈率愈来愈低时，如果以每个人都相信它正在走下坡，所以一定极具吸引力为由，反其道而行，买进电车公司的证券，那么，一定损失惨重。金融圈大部分人都左转时，适时右转的人，如有强烈的迹象，显示自己转对方向，往往能获得庞大的利润……但是我知道得很清楚，要从前面所说的别人左转而你右转的做法中，获得可观的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润，有件事很重要，也就是我一定要有某种计量检测方法，确定我右转转对。”①

巴菲特的搭档查理·芒格在1990年威斯科财务公司（Wesco Financial Corporation）致股东的信中进一步描述了面对市场波动的正确态度：“并非在一家公司或一只股票不受欢迎时买进就是明智的投资，逆向投资策略如同随大流的策略一样愚蠢。投资中真正需要的是思考而不是参考。不幸的是，伯特兰·罗素（Bertrand Russell）对生活的观察结果在金融界也出奇的相似：‘大部分人宁愿死也不愿思考。许多人的确如此。’”

林奇一再告诫投资者要独立思考，选择那些不被其他人关注的、并且价值被严重低估的股票，做真正的逆向投资者：

“一些人把自己想象成逆向投资者，认为当其他的投资者都向左转时他们采取相反的做法向右转就能大赚一笔，但是其实他们总是等逆向投资已经非常流行以至于逆向投资成了一个被大家普遍接受的观点时，才会变成逆向投资者。真正的逆向投资者并不是那种与人人追捧的热门股对着干的投资者（例如卖空一只所有人都在买入的股票）。真正的逆向投资者会耐心等待市场热情冷却下来，然后再去买入那些不再被人关注的公司股票，特别是那些让华尔街感到厌倦无聊的公司的股票。”②

“如果你懂得一家公司的基本业务的话，那么对这家公司进行深入分析就容易多了。正是因为这个原因，我宁愿购买连裤袜公司的股票也不愿购买通讯卫星公司的股票，宁愿购买连锁汽车旅馆公司的股票也不愿购买光纤公司的股票。公司业务越简单易懂我就越喜欢。当有人说：‘这样的公司连傻瓜都能经营管理’时，对我来说这反而让我更加喜欢这家公司，因为或早或晚都有可能

---

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第251页~253页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第62页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会是一个傻瓜来经营管理这家公司。如果要在下面两个公司中选择一个进行投资，一家是处在竞争激烈的复杂行业中、管理水平非常杰出的优秀公司，另一家是处在没有竞争的简单行业中、管理水平非常一般的平凡公司，我将会选择后者。我这样选择的首要原因是这种公司比较容易追踪研究。在我的一生中会无数次吃油炸圈饼或者购买轮胎，已经对它们的系列产品逐渐形成了一种感觉，而我对激光或者微处理器却从来没有产生过这种感觉。"①

5.2 巴菲特与林奇的警告：股市永远无法准确预测

我从来没有见过能够预测市场走势的人。

——巴菲特

我不相信能够预测市场，股市预测从来不可能成功。

——彼得·林奇

在电视台的证券频道节目上，在报刊的证券版面上，我们每天都会看到包括众多专家在内的无数投资人在想方设法预测股市下个交易日、下周、下月、下季、下年的走势。

我们在书店会看到许许多多的书籍在传授如何预测股市走势。

那么，巴菲特这位最伟大的投资人、彼得·林奇这位最成功

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 130 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的基金经理对于预测股市有何高见呢？

他们的答案很简单：永远无法预测股市，永远不要预测股市。

巴菲特：永远不要试图预测市场

巴菲特始终认为，永远不可能预测市场，因此也永远不要预测市场："我从来没有见过能够预测市场走势的人。"

他在伯克希尔 1988 年股东大会上说："对于未来一年后的股市走势、利率以及经济动态，我们不做任何预测。我们过去不会、现在不会、将来也不会预测。"

"我们深信对股票或债券价格所做的短期预测根本是没有用的，预测本身只能够让你更了解预测者，但对于了解未来却毫无帮助。"①

"我不知道股市明天、下周或者明年会如何波动。但是在未来的 10 年甚至 20 年里，你一定会经历两种情况：上涨或下跌。关键是你必须要利用市场，而不是被市场利用，千万不要让市场误导你采取错误的行动。"

"查理和我从来不关心股市的走势，因为这毫无必要。也许这还会妨碍我们做出正确的选择。"②

"你不可能靠风向标发财致富。"③

"我从来不对股票市场走势和经济周期进行预测，如果你认为宏观经济预测对于投资非常关键，或者你认为我必须能够胜任这种预测工作，那么你根本没有必要参加我们的合伙公司"。④

巴菲特 1993 年 10 月 27 日在哥伦比亚大学商学院演讲中对依靠股市预测进行短期投资的策略进行批评："短期投资就是对即将

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1980.

② Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Meeting，1994.

③ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Meeting，1994.

④ Warren Buffett：the Letter to the Partners of the Buffett Partnership，July，1966.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生的事情进行赌博。如果用大量的资金进行短期投资，那你很有可能会血本无归。如果一样东西的价格是其真实价值的 2 倍，有什么可以阻止它的价格上升到 10 倍呢？你有可能是正确的，但也许最终你只能在福利救济院向别人解释这个问题了。”

巴菲特是著名经济学家凯恩斯的崇拜者：“凯恩斯的核心思想是，不要试图估计股市的走势，而应该集中精力了解你熟悉的企业。”①

“很多人爱跟风，别人关注的股票他也跟着关注。但是聪明的做法是抢在别人前面关注股票。”

顺便说一下，有意思的是，在铺天盖地的股评中，股评家经常说股市或某只股票有上涨的动力、下跌的压力等，好像股票和股市是一个具有七情六欲的家伙。那么，巴菲特怎么看待股市呢？

“股票并不知道谁是它的持有人。在股市上下波动时你会有各种各样的想法，而股票却没有任何情感。”②

巴菲特建议投资人千万不要相信股评家：“投资人期望经纪人会告诉你在未来两个月内如何通过股指期货、期权、股票来赚钱完全是一种不可能的幻想。如果能够实现的话，他们也根本不会告诉投资人，他们自己早就赚饱了。”③

巴菲特在伯克希尔 1986 年年报中再次提醒投资者：“还有什么比参与一场牛市更令人振奋的？在牛市中公司股东得到的回报变得与公司本身缓慢增长的业绩完全脱节。然而，不幸的是，股票价格绝对不可能无限期地超出公司本身的价值。实际上由于股票持有者频繁地买进卖出以及他们承担的投资管理成本，在很长一段时期内他们总体的投资回报必定低于他们所拥有的上市公司的业绩。如果美国公司总体上实现约 12% 的年净资产收益，那么

---

① Forbes, Octomber 19, 1993.

② Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1995.

③ Money, Autumn, 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者最终的收益必定低得多。牛市能使数学定律黯淡无光，但却不能废除它们。”①

彼得·林奇：股市波动无法预测也无法准备

彼得·林奇在他的销量超过百万的纽约时报最佳畅销书《彼得·林奇成功投资》（One Up On Wall Street）中坦承：我不相信能够预测市场，股市预测从来不可能成功。

彼得·林奇本人每年都要接触成千上万进行股市预测的专家。但他们根本不能进行始终如一的连续进行的准确的股市预测，这些预测专家比那些告诉罗马君主匈奴人什么时候会突然来袭的古代预言家也好不了多少。如果那些股市和经济预测的专家连续两次预测成功的话，他们早就成为了百万富翁，过着悠闲的退休生活，但事实上，他们中大多数还在依靠预测为生。每次预测的结果总是表明：在事情发生之前，结果永远不会清清楚楚。事情发生之后，很多预测专家跳出来宣布说他们早已预测到这一切，但事实上发生之前却没有一个人提起过这件事。

彼得·林奇经历了1987年狂跌1 000点的世界上最大的股灾。他发现他自己、他周围成千上万的股市预测专家、预言家、经济专家没有一人预测到市场会狂跌。

林奇告诉我们假设股市不存在时，投资决策更容易投资成功。②

“市场应该是与投资无关的。如果我能够使你相信这一点，我

---

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1986.

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第71页～73页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写这本书的目的就达到了。如果各位不相信我的话，那么大家总会相信沃伦·巴菲特吧。巴菲特曾这样写道：‘股票市场根本不在我所关心的范围之内。股票市场的存在只不过是提供一个参考，看看是不是有人报出错误的买卖价格做傻事。’”

“我希望自己能够预测股市走势和预测经济衰退，但是，这是根本不可能的，因此，我也满足于能够像巴菲特那样寻找到具有盈利能力的好公司。即使在非常糟糕的熊市行情中我也照样赚到了钱，当然在非常强劲的大牛市行情中我也赔过钱。我最喜欢的10倍股中有几只股票在股市行情非常糟糕的时期却创造了最大的涨幅。Taco Bell 的股票最近的两次经济衰退中却直线上涨。20 世纪 80 年代中，股票市场下跌的惟一年份是 1981 年，然而这一年却是购买 Dreyfus 的最佳时刻，从这一年起它开始了从每股 2 美元到 40 美元的令人难以置信的上涨，但是我却生生错过了这只上涨 20 倍的大牛股。”

……

“仅仅为了进行讨论，我们不妨假设你能够绝对准确地预测到下一次的经济繁荣，你希望通过选择几只股价将会一飞冲天的股票，以从你的预测中获利。在你能够准确预测经济发展前景的情况下你仍然需要选择正确的股票，这和你无法预测经济发展前景时完全一样。”

……

“投资者要做的是选择一只正确的股票，至于股市，它自己会照顾自己的。”

“这并不是说不存在被高估的市场，而是说担心股市好坏是毫无意义的。当你无法找到一只合理定价或者能够满足你的其他选择标准的公司股票，这时你就会知道市场已经被高估了。巴菲特说，他把资金退还给合伙人是因为他对合伙人说他根本找不到任何一只值得投资的股票。他仔细研究了数百家公司，结果发现根据基本面分析没有一家公司的股票值得买入。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我所需要的惟一买入信号就是找到一家我喜欢的上市公司。在这种情况下，买入股票永远不会太早也不会太迟。”

作为一代投资大师，林奇经常应邀去发表演讲，每次都是听者如潮。每次演讲完毕，在自由提问的时间里，总有人问林奇股票的行情未来会如何，或者目前的股票牛市能否继续保持并进一步发展或熊市已初露端倪。针对这些问题，林奇所总结出来的关于股市预测的“鸡尾酒会”理论可谓妙趣横生。

“鸡尾酒会”理论是林奇在家里举办鸡尾酒会，天长日久，通过与来宾的交往闲谈而悟出来的，这种理论实际上更应该称做经验，源自生活，通俗浅显，却很有效用。林奇这样形容他的“鸡尾酒会”理论：①

“几年来，在宴会上我总是站在大厅中间，靠近盛着潘趣酒的大酒杯旁边，听着离我最近的10个人谈论股票，总结出了我自己的一套关于市场预测的‘鸡尾酒会’理论。”

“在股市上涨时的第一个阶段——股市已经下跌了一段时间以至于根本没有人预测股市会上涨——人们都不愿谈论股票。事实上，如果他们慢慢地走过来问我从事什么职业后，听到我的回答是：‘我管理着一家共同基金。’他们听完后会礼貌地点点头就走开了。即使他们没有走开，他们听了我的回答后也会很快把话题转到凯尔特（Celtics）球队的比赛、即将进行的大选或者天气情况上面。很快他们就会转过头去和旁边的一位牙医谈起有关治疗牙斑的事情。”

“当10个人宁愿与牙医谈论有关治疗牙斑的事情而不愿与一个共同基金经理人谈论股票时，很有可能股市将要止跌反弹了。”

“在第二个阶段，在我回答我是一位共同基金经理人后，新认识的客人在我身边逗留的时间会长一些——可能长的足够告诉我

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第69页~70页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场的风险有多大——然后他们又去和牙医交谈了。在鸡尾酒会上谈的更多的仍然是牙斑而不是股票。从第一个阶段开始到第二个阶段股市已经上涨了15%，但是几乎没有人注意到这一点。”

“在第三个阶段，随着股市从第一阶段至此已经上涨了30%，一大群兴致勃勃的人整晚都围在我的身边，根本不理会牙医的存在。一个又一个热情的客人把我拉到一旁问我应该买哪只股票，甚至是牙医也会这样问我。酒会上的每一个人都把钱投在了某一只股票上，他们都在谈论股市未来走势将会如何如何。”

“在第四个阶段，他们再一次簇拥到我的周围——但是这一次是他们告诉我应该买哪些股票，甚至是牙医也会向我推荐三五只股票。过了几天，我在报纸上看到了有关那位牙医向我推荐的股票的评论，并且它们的股价都已经上涨了。当邻居们告诉我该买哪只股票，而且后来股价上涨后我非常后悔没有听从他们的建议时，这是一个股市已经上涨到了最高点而将要下跌的准确信号。”

“对于我的这个鸡尾酒会理论，你可以随意参考，但是不要指望我会拿这个鸡尾酒会理论打赌。”

当然，“鸡尾酒会”理论并不是“放之四海而皆准”的理论，林奇讲述这种理论的目的是告诫投资人千万不要跟风，盲目迷信别人的言论，而应该独立思考。

价值投资大师对中国基金的忠告：选时不如选股[1]

选股（securities selection）指买入并持有，重在不同股票的选择。选时（market timing）指相机买卖，重在不同操作时机的选择。选时还是选股，一直是投资研究中一个重要的课题，在实务

① 刘建位：“基金投资：选时还是选股？”《中国证券报》，2005年6月2日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界也是各有拥趸，相持不下。在国内基金业内，回顾153家基金的年度或季度报告可以发现，对于选股与选时不同的基金也各执一词。

◆波段操作 Vs 精选个股

相当一部分基金认为应该适当“波段操作”以提高收益。融通新蓝筹2004年年报中指出：“战略上挖掘中长期持续成长的新蓝筹品种；对于价值型品种，利用市场失效波段操作。”华宝兴业宝康系列证券投资基金2004年年度报告摘要也说：“在操作策略上将适当波段操作，提高收益，降低波动。”

同时，也有一些基金认为选时非常困难，应该精选个股。景福证券投资基金2004年年度报告摘要中表示：“2005年证券市场机会将更多地表现为波段性机会，但由于受很多不确定性因素影响，而这些因素的可预测性很差，因此把握机会的难度增大，特别是对30亿元的大基金来说，波段操作更加困难。针对市场特点，我们将加大公司研究力度，精选个股，注意控制风险，为基金份额持有人利益最大化而努力。”而海富通精选基金2004年年报摘要也指出：“我们认识到，主动的选时投资和波段操作，需要对影响市场的各种因素以及他们的相互作用做准确地预测和把握，而在绝大多数情况下，是很难做到的。”海富通基金公司总经理田仁灿更是认为选时是最大的误区，应该坚决摒弃选时策略，坚持专业理财，定位于“做自下而上、积极主动精选个股的管理人”。

◆选时：真实的谎言

我们认为基金经理如果认为自己对市场波动有敏锐的嗅觉，适当选时进行波段操作，无疑将会提高收益并降低风险。但需要警惕的是，股市的魅力与风险都在于其波动的难以预测性，如果基金经理想全部依靠选时获利，这是绝对不可能的。因为，那种想完全依靠正确预测股市涨跌使自己走在波动曲线前面的想法，不过是股市中的陈词滥调“低价买入，高价卖出”的一个翻版，听起来像真理那样永远正确，做起来却像梦幻那样遥不可及。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高盛公司对共同基金1970年～1980年间现金持有量的一项研究表明，基金管理者未能预测到在此期间股市的9次重大转折点。而威廉·A·谢尔顿（Willam A. Sherden）的研究也表明，1984年、1985年、1986年、1992年、1993年、1994年基金管理预期市场将下跌，增加了现金持有量，但市场却稳步上升，同时也没有任何迹象表明他们预测到了1987年10月的股市崩盘。

国外如此，国内同样如此。沪深股市持续5年下跌，有哪个基金经理或分析师事前成功预测？2004年9月13日～20日仅仅5个交易日内股市从1 260点大涨到1 463点，2005年2月1日却又跌破1 200点，不料2月25日指数反转直逼1 312点，但到近日又跌至6年最低点1 060点。没有哪个基金经理或分析师事前成功预测到了涨跌的具体点数和准确时间，又有哪个基金经理可以屡战屡胜，成功地靠波段操作获利？事实上，上涨时基金经理大部分踏空，下跌时基金经理普遍套牢。

铁一般的事实表明，基金经理如果想主要依靠选时操作来战胜市场，不过是镜中花、水中月。这并非是因为基金经理能力不够，而是因为预测股市的成功概率是如此之低，以至于这是一件像中彩票那样几乎不可能完成的任务。

◆选时不如选股

目前的中国股市正处于一个非常动荡的时期，上市公司高管丑闻频频、保险资金入市、全流通试点、银行系基金组建、人民币升值预期、铁矿石和原油等原材料大幅度涨价等，众多不确定因素让股指刚刚大涨，过了几天却又大跌，中国股市波动如此剧烈，让试图预测股市进行选时操作的基金经理和与分析师们大跌眼镜的同时也一亏再亏，这也一再提醒我们：股市波动根本不能准确预测，选时操作不但不可能获利，而且可能早晚会让你连老本也输个精光。

因此，与其选时不如选股。巴菲特指出，追随格雷厄姆价值投资策略的投资者有着共同的思维模式，即“追寻公司价值与股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价之间的差异”。这是惟一正确的投资态度，也是所有投资大师之所以能够持续战胜市场的不二法门。

彼得·林奇的总结最为精练：“投资成功的关键是，关注公司而不是关注股价。”

5.3　巴菲特战胜市场的秘诀：态度决定一切

世界上购买一只股票的最愚蠢的动机是：它的股价在上升。

——巴菲特

在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

——巴菲特

分析总结巴菲特战胜市场的秘诀，我们发现其中一个重要因素是他看待股市波动的态度非常与众不同：

第一，大多数投资者是喜涨不喜跌，而巴菲特是喜跌不喜涨，因为他看待股市如同看待超市，价格越便宜，他越高兴。

第二，大多数投资者是短期投资，而巴菲特则是长期投资，因为他知道短期内股价经常偏离价值，但长期内股价会向价值回归，价值投资肯定是一场持久战。

第三，大多数投资者在熊市期间垂头丧气，但巴菲特却兴高采烈，因为这给了他低价买入股票的良机。巴菲特对待熊市的态度，对于2001年以来持续下跌的中国股市投资人来说，是一个很好的启示，我们应该学习巴菲特，换个角度来看股市危局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特战胜市场的基本态度：看股市如看超市

巴菲特则提出了一个对待股市波动的正确态度测验，告诫投资者不要追随市场，反而要逆向投资，不要涨喜跌悲而要涨悲跌喜。

"一个小测试：如果你打算终生吃汉堡包却又不养牛，那么你希望牛肉价格更高还是更低呢？相似的，如果你要经常买车而又不生产车，那么你宁愿车价更高还是更低呢？显然，问题自己做出了回答。"

"但现在进入最后的测验：如果你预计在今后5年中成为一个纯粹的储蓄户，那么你应该指望股票市场在那个时期更高还是更低呢？许多投资者都搞错了这件事。尽管他们将在即将到来的几年中成为股票的纯粹买家，他们仍在股价上扬的时候兴高采烈，而在股价下跌的时候愁眉苦脸，结果，他们因为很快要购买的'汉堡包'的价格上涨而喜悦。这种反应毫无意义，只有那些在近期会成为股票卖家的人，才乐于看到股票上涨，潜在的购买者应当更喜欢不断下降的价格。"

"对于不指望卖出的伯克希尔股票持有人来说，这种选择更加明了。首先，我们的所有者正在自动储蓄，即使他们花掉了所挣的每个分币，伯克希尔通过留存全部收益，其后再使用这些存款购买公司和证券，来为他们'攒钱'。很清楚，——我们买得越便宜，我们的所有者的间接储蓄计划就更赚钱。"①

"出于某些原因，人们是从价格而不是从价值那里寻找其投资启示的。当你开始做一些你并不理解的事，或者只是因为上周什

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么投资方式对其他人有效时，这些投资启示就毫无用途了。世界上购买一只股票的最愚蠢的动机是：它的股价在上升。”①

巴菲特的搭档查理·芒格在1990年威斯科财务公司致股东的信中进一步描述了面对市场波动的正确态度：

“尽管我们在那次富国银行股票大跌前以市价买入了一些股票，我们还是非常欢迎股价进一步下跌，因为这使我们能以新出现的恐慌性抛盘的低价买入更多的股票。那些希望其一生中不断买入股票的投资者，应该对市场波动采取与我们相似的欢迎股价下跌的态度；相反，许多投资者不合逻辑地在股票价格上涨时得意洋洋，在下跌时却闷闷不乐。可是，他们对价格波动的反应就从来不会出现这样的混乱：他们知道自己永远是食品的购买者，他们欢迎食品价格下跌，谴责价格上涨（只有食品的销售者才不会喜欢价格一直下跌）。与此类似，即使新闻纸价格下跌可能意味着要把我们经常保留的大量纸张库存的价值也会下跌，我们持有的《布法罗晚报》却会为新闻纸的价格下跌欢呼，因为我们知道自己的报纸永远需要不断购买新闻纸。完全相同的逻辑指导着我们伯克希尔的投资策略。只要我还活着（如果伯克希尔的董事参加我死后已经安排好日程的降神会，那么时间会更长），我们将一直要买入企业的全部权益，或企业的一部分权益，也就是股票。在这种情况下，股价下跌使我们受益，而股价上涨则使我们受损。

“股价过低最常见的原因是悲观主义，有时对于整个市场，有时对于某一家公司或某一个行业。我们要在这样一种环境下进行投资，当然这并不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为我们喜欢悲观主义导致的低价。乐观主义才是理性投资者的真正敌人。但是，这不意味着在一家公司或一只股票不受欢迎时买进就是明智的投资，逆向投资策略如同随大流的策略一样愚蠢。”

① L. J. Davis: “Buffett Talks Stock”, The NY Times Magazine, April 1, 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特给中国基金的启示：价值投资是持久战[1]

两年多之前，QFII 的进入带动国内基金投资理念开始与国际接轨，价值投资一时间成为基金经理的口头禅，我们期盼已久的价值投资时代似乎终于来临。

但甚为不幸的是，2004 年基金业风向突变，整体亏损，价值投资不像 2003 年那样吃香了。2004 年基金平均周转率接近 3.95，基金风云榜上，以 17.09% 增长率排名第一的基金，其周转率高达 7.61，无疑是波段操作的高手。

波段操作高手成为股市最耀眼的明星，让人不禁心生疑问：难道价值投资已成往事？

海外市场的经验表明，价值投资策略，尤其是采用集中投资方式会不时的在某些年度遭受一些损失，但尽管年度投资回报率波动性大，集中投资于优秀企业的价值投资策略在长期内的总投资回报率仍然远远超过市场平均水平，而波段操作的投资方法是很难取得这么好的长期总收益的。

凯恩斯这位著名的宏观经济学家坚信“正确的投资方法是将大笔资金投入到一个他认为非常了解、管理人员也完全值得信任的企业中”，他管理的切斯特基金在 1928 年 ~ 1945 年的 18 年间，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为 29.2%，相当于当时英国股市波动率 12.4% 的 2.8 倍，但其 18 年中年平均回报率为 13.2%，而当时英国股市年平均回报率只有 -0.5%。

比尔·罗纳管理的红杉基金采用与巴菲特非常类似的长期价值投资策略，每年平均拥有 6 家 ~ 10 家公司股票，这些股票约占总投资的 90% 以上，其投资波动率非常巨大，在 1972 年 ~ 1997 年

---

① 刘建位：“波段高手基金王者归来，价值投资何去何从？”《证券时报》，2005 年 4 月 18 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的26年间年平均投资回报率以标准差计算的波动率为20.6%，高于同期标准普尔500指数波动率16.4%约4个百分点。但其14年中年平均回报率为19.6%，超过标准普尔500指数年平均回报率14.5%约20%。

尽管国内采用价值投资策略的基金2004年落后于市场，但其设立至今的长期收益率仍然显著高于市场平均收益率。国际证券市场那些当时在价值投资基金业绩暂时低迷时没有抛售的持有人最终取得了远远高于市场的收益率，我们相信在中国证券市场上，那些采用真正的价值投资策略的基金经理人最终也会为持有人创造远远高于市场的收益率。

需要指出的是，投机的持有人寻找的是投机的基金经理人，投机的持有人要求的是短期的高回报，必然要求基金经理人追逐市场热点，不希望基金经理人追求长期业绩而忽略短期的业绩波动。追求短期收益的持有人在市场中占有相当大的份额，他们在价值投资基金业绩暂时不尽如人意时的赎回会给基金造成相当大的压力，而价值投资基金在赎回压力下只有两个选择：

一是改变投资策略，从价值投资转向波段操作。我们认为，所谓波段操作其实是市场投机，因为没有人能够准确地预测市场，也不可能有人能够掌握波段操作的正确时机，从而不能长期取得高于市场的平均投资回报。

二是坚持价值投资策略。也许那些追求短期业绩的持有人离开之日，正是那些追求长期回报的持有人进入之时。价值投资基金吸引的应该是那些长期投资的持有人，追求短期业绩的持有人离开价值投资人是正常的，对于信奉和坚守价值投资的基金经理人来说，这是必须忍受的代价。

我们很欣喜地看到，尽管业绩不够理想，但仍有相当多的基金在年报中明确表示，将继续坚持价值理念。对于信奉价值投资策略的基金经理人如此，对于那些信奉价值投资的持有人也同样如此。价值投资策略最终会长期战胜市场，国际证券市场如此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国证券市场也将同样如此。

巴菲特会如何看中国股市：换个角度看股市危局

学习林奇和巴菲特看待股市波动的正确态度，对于国内投资者的一个重要启示是，我们不妨换个角度看中国股市从2001年以来下跌过半的危局。①

最近关于股市危局的言论沸沸扬扬，好像政府不出面，股市就要崩溃，其热度甚至热过当前的酷暑。

其实，股票大减价对于投资者，如同衣服大减价对于消费者一样。所有买衣服的，看到商场大减价，一定非常高兴，这下可以用很少的钱买到想要的衣服了。所有卖衣服的，看到别人在大减价，一定非常难受，这下自己也要跟着降价，不然就卖不出去了。可以肯定的是，没有一个卖衣服的，更没有一个买衣服的，会埋怨大减价，会要求政府出面来提价。

投资买股票，就等于与其他股东合伙投资公司，你的利润从根本上是来自上市公司的盈利。而投机买股票，就等于在赌博，赌后面的人会以更高的价来接手你的股票，你的利润从根本上是来自比你更傻的人。没有人买你的衣服是因为你进的货价高，没有人买你的股票是因为你买的上市公司未来长期业绩不足以支持现有股价。因此，自己的决策，也只能由自己来承担后果。

有人埋怨，近几年中国经济快速增长，股市为何持续低迷？不是说“股市是国民经济的晴雨表”吗？

但从美国股市100年的轨迹看，股市并非国民经济的晴雨表。著名投资人巴菲特在1999年11月22日和2001年11月10日接受《财富》杂志采访时提出，事实上，在整个20世纪100年间，美国股

① 于桦：“换个角度看股市危局”，《证券时报》，2004年8月11日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市与国民生产总值（GNP）的走势经常完全背离。

1964 年～1999 年这 34 年的美国股市表现最能说明问题。第一个 17 年，道琼斯指数增长 0.1%，而美国 GNP 增长率为 373%；第二个 17 年，道琼斯指数上涨超过 10 倍，而美国 GNP 增长率只有 177%。

100 多年的美国股市如此，10 多年的中国股市更是如此。

股市中投资者个体行为非常简单，要么根据价值在低估时买入而在高估时卖出，要么追涨杀跌。但整体表现却完全不同于个体，整体的行为比较复杂。如同人体不同的器官各有其功能，但人却可以完成各器官单独根本无法完成的复杂行为。

更为复杂的是，投资者个体不同于一般系统中对未来毫无反应的个体，会预测其他个体的反应及整体的发展走势并提前采取相应的行动。在宏观经济中，表现为经济个体的理性预期使宏观政策失效甚至无效。在股市中，投资者的预期、博弈在整体上会表现为政府政策对市场失效甚至无效，比如国务院的“九条意见”却比不上当年的《人民日报》社论更有效力，就是因为投资者的预期更趋理性。

如同在天气预报中，未来的天气是一个无穷多因素影响的复杂性系统，没有一种因素起主导作用，因此没有人能够准确预报天气；股市也是一个无穷多因素影响的复杂性系统，没有一种因素能起决定性作用，因此没有人能够准确预测股市。

所以，投机者的命运在很大程度上取决于运气，根本不掌握在自己手中，也不会掌握在政府手中。投资者的命运则从根本上取决于所投资的上市公司的命运，是否值得投资完全取决于自己的判断。在市场经济中，政府不能完全决定上市公司的业绩，也就无法决定投资者的命运。投资者的命运，决策时在自己手中，决策后在上市公司手中。当然，上市公司业绩好，股价才会最终上涨，这对投资者和投机者都有好处。

所以，股市危局，是投机者的危局，是投资者的梦幻开局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司危局，才是投资者的真正危局，也必将是投机者的危局。

5.4 四位大师的理论批判：有效市场理论荒唐透顶

如果股票市场总是有效，我只能沿街乞讨。

——巴菲特

很显然，在投资方面沃顿大学那些信奉定量分析和随机漫步理论的教授们远远没有我在富达基金管理公司的同事做得好，因此，面对理论和实践，我选择了后者。

——彼得·林奇

我很难把有效市场理论教授们的研究和实际投资效果联系起来。

——格雷厄姆

我不相信对勤奋、知识丰富的长期投资人来说，股市非常有效。

——费雪

在现代资本市场理论中占据主导地位的有效市场假说认为，市场总是有效的，股票的价格总是完全反映所有信息，没有人能够持续战胜市场。

但是，最近的股市短期波动实证研究则以大量的研究成果表明在短期内市场经常是无效的，有效市场理论提出的弱式、半强式、强式三种有效市场形式并不成立，这对有效市场提出了巨大的挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特、费雪、林奇这些投资大师以自己多年的投资经验对有效市场理论进行了最猛烈的抨击，他们的智慧有助于我们走出与实际不符的理论误区，回归到能够长期持续战胜市场的价值投资策略。

有效市场理论：现代资本市场理论的支柱

有效市场假说（Efficient Market Hypothesis）的提出起源于早期对市场价格形成的不确定性的研究和探索，最早可追溯到 1900 年前出现的商品价格随机游走研究。法玛（Fama）为有效市场假说的最终形成和完善做出了最杰出的贡献。1970 年，法玛发表的经典论文《有效资本市场：实证研究回顾》对过去有关有效市场假说的研究进行了系统的总结，并提出了一个完整的理论框架。[①]此后，有效市场假说的研究蓬勃发展，逐步成为现代资本市场理论的支柱之一。

有效市场假说是关于金融市场的影响最大的理论。该理论认为，证券资产的价格总是完全反映了所有相关的信息，并排除了利用现有信息就可以获得超额回报率的交易策略的可能性。其最主要的推论就是任何投资人企图长期持续战胜市场的努力都是徒劳的，因为股票的价格已经反映了所有可能的信息，包括所有公开的和未公开的信息，在股价对信息的迅速反应下，任何获得非正常回报的机会都不会存在。

有效市场假说自问世以来，对现代金融产生了十分深远的影响。如果这个理论假设成立，那么投资者所有用来分析和选择股票的努力其实都是浪费的，没有任何人能够持续战胜市场。

---

① Fama，Eugene F.，1970. Efficient Capital Markets：A Review of Theory and Empirical Work，Journal of Finance，Vol. 25，Issue 2，383～417.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效市场的基本定义、三种形式、基本假定

有效市场理论的确立是以美国芝加哥大学教授法玛在1970年发表的《有效资本市场：对理论和实证工作的评价》一文为标志的，在这篇文章中法玛提出了得到普遍接受的有效市场的定义，即：如果所有股票价格都充分反映了所有相关信息，股市即达到了效率状态。法玛指出，在有效市场中，投资者都利用可获得的信息力图获得更高的报酬，证券价格对新的市场信息的反应是迅速而准确的，证券价格能完全反映全部信息，市场竞争使证券价格从一个均衡水平过渡到另一个均衡水平，而与新信息相应的价格变动是相互独立的，或者说是随机的且不可测的。① 因此，有效市场理论又被称为随机游走（Random Walk）理论。

法玛（1970年）根据与资产定价相关的三种形式的已知信息，提出了有效市场假说的三种形式：弱式、半强式和强式②。

（1）弱式有效市场：弱式有效市场中，资产价格充分及时地反映了与资产价格相关的所有历史信息，包括历史价格水平、交易量和收益率等，因此，任何投资者都无法利用过去股价所包含的历史信息获得超额利润。弱式有效市场意味着通过分析市场价格的历史走势来预测其未来走势的技术分析是无效的，根本不可能获得超额利润。

（2）半强式有效市场：在半强式有效市场中，证券价格反映了当前所有的公开信息，信息只要一公布，立即被融入价格，因此，投资者不仅无法从历史信息中获取超额利润，而且也无法通过分析当前的公开信息获得超额利润。半强式有效市场意味着通

---

① Fama, Eugene F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Vol. 25, Issue 2, 383 ~417.

② Fama, Eugene F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Vol. 25, Issue 2, 383 ~417.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过分析公司的公开披露信息来确定公司价值并以此来预测其股票价格未来走势的基本分析是无效的，根本不可能获得超额利润。

（3）强式有效市场：强式市场有效性中的相关信息不仅包含所有公开的信息，而且包含未公开的信息。强式有效市场假设认为，证券价格反映了所有与资产价格相关的信息，包括所有历史信息、公开信息和未公开的内幕消息。强式有效市场意味着内幕交易是无效的，投资者即使拥有内幕消息，也无法获得超额利润。

◆市场有效性是不可检验的

有效市场假说在开始形成的10年中（从20世纪60年代到70年代），获得了巨大的成功。但人们发现越来越多的证据表明事实并非如此。在遭受大量的挫折之后，有效市场假说的集成者法玛在1991年也不得不承认：市场有效性是不可检验的。①

市场有效性意味着“价格对信息快速、正确的反应”，隐含了这样一个重要命题：已知的信息对获利没有价值。为检验这个命题，需要定义“已知信息”和“获利”。第一个定义相对直接，但是第二个定义有争议。因为在金融市场中，“获利”表示调整风险后的超额回报率，因此市场有效性的检验必须借助一个定义风险和预期收益率之间关系的模型。如果实际收益与模型得出的预期收益相符，则认为市场是有效的。因此，市场有效性的检验对风险——预期收益率模型存在着巨大的依赖性，市场有效性必须与风险——预期收益率模型同时得到证明。

这样就陷入了一个悖论：风险——预期收益率模型的建立以市场有效为假定前提，而检验市场有效性时，必须先假设风险——预期收益率模型是正确的。即利用市场有效性假设下的风险——预期收益率模型是无法检验市场有效性的。只要有人发现对已有信息的交易可以获得超额回报率时，有效市场假说的支持

---

① Fama, Eugene F., 1991. Efficient Capital Markets: Ⅱ, Journal of Finance, Vol. 46, Issue 5 (Dec., 1991), 1575～1617.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者马上会提出一个风险——预期收益率模型来说明这种超额回报率是因为承担了更大的风险才形成的。这个问题一直成为有效市场假说和行为金融学两派学者争执的焦点。

由于以上原因，关于市场有效性的实证研究很难得出统一的结论。关于市场有效性的实证研究往往对不同时期、不同市场的数据采用不同的资产定价模型，造成研究结果难免不够客观。

哈玛威尼（Hamawini）和凯姆（Keim）（1995）曾试图解决这一难题，他们采集了不同国家、不同时期的金融数据，应用不同的资产定价模型进行比较，得出的结论却相互矛盾，最终不得不回到法玛（1991）的结论：现有的金融工具是无法验证到底是有效市场理论是错误的，还是资产定价模型是错误的。他们只好无奈地说：我们希望这一问题能够在将来得到解决。①

曾经有一则小故事这样讲述了有效市场理论的巨大作用：两位信奉有效市场理论的经济学教授在芝加哥大学的校园里散步，忽见前方有一张像是10美元的钞票，其中一位教授正打算去拾取，另一位拦住他说，“别费劲了，如果它真的是10美元，早就有人捡走了，怎么会还在那里呢?”在他俩争论时，一位叫花子冲过来捡起钞票，跑到旁边的麦当劳买了一个大汉堡和一大杯可口可乐，边吃边看着两位还在争论的教授直乐。

巴菲特、彼得·林奇这些价值投资大师正是那个在股市非常低迷时低价捡走别人只敢看不敢买的超级明星企业股票，从而成为让研究有效市场理论的教授无法解释的“华尔街股神”。

所有的价值投资大师持续战胜市场的业绩都让有效市场理论家们无法解释，只能说那是例外。而所有的价值投资大师都强调反对有效市场理论，他们反对的理由很简单，因为理论根本不符

---

① Havawini, Gabriel and Donald B. Keim (1995), “On the Predictability of Common Stock Returns: Worldwide Evidence,” in R. Jarrow, et al, eds., Handbooks in OR&MS, Vol. 9, Elsevier Science B. V., 497 ~ 544.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合现实。

巴菲特：如果市场总是有效的，我只能乞讨为生

巴菲特持续战胜的投资业绩则是对有效市场理论最强有力的挑战之一，他的巨大成功使有效市场理论的支持者无法解释，于是那些获得诺贝尔经济学奖的教授们认为巴菲特是一个怪才和例外，而有效市场理论仍然永远正确。斯坦福大学的威廉·E·夏普认为，巴菲特只是个“3∑事件——一个统计学上极小的概率，可以忽略不计”①。

巴菲特认为，市场并不总是有效的，而是经常无效的，他持续战胜市场的原因是远比“市场先生”更加了解买入的公司并能够正确估价，从而利用市场价格与内在价值的差异获利。

巴菲特本人对充斥学院研究的有效市场理论不屑一顾，“如果市场总是有效的，我只会在大街上手拎马口铁罐到处流浪”。②

巴菲特认为，根本没有必要学习那些有效市场理论：“要想成功地进行投资，你不需要懂得什么β值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或是新兴市场。事实上，大家最好对这些东西一无所知。当然我的这种看法与大多数商学院的主流观点有着根本的不同，这些商学院的金融课程主要就是那些东西。我们认为，学习投资的学生们只需要接受两门课程的良好教育就足够了，一门是如何评估企业的价值，另一门是如何思考市场价格。”③

巴菲特在伯克希尔1985年年报中用他最成功的投资案例《华

---

① ［美］罗杰·洛文斯坦：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年，第367页。

② Terence P. Pane：Yes，You Can Beat The Market，Fortune Magazine，April 3，1995.

③ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛顿邮报》说明如果在普遍信奉有效市场理论的环境中投资更容易击败市场："另一方面，在20世纪70年代早期，大多数机构投资者却认为，企业价值的多少在决定股票买入或卖出价格时毫无用途。现在这种观点看来简直令人难以置信。但是，当时的机构投资者中了名牌商学院的魔法，这些学院鼓吹一种新潮的投资理论：股票市场完全有效，因此计算企业价值，甚至思考企业价值——在投资活动中毫无用途。（我们深受这些学术理论的恩惠：在智力竞赛中，无论是桥牌、国际象棋或是选股，遇上那些认为思考是在浪费精力的对手，还有什么会比这种对手让你更有优势的呢？）"

巴菲特在伯克希尔公司1988年年报中，以自己60年的套利经验指出市场并不总是有效的，而是经常无效的，对有效市场理论进行了最猛烈的抨击：

"前面有关套利的讨论使我们有必要接着稍许讨论一下涉及看起来相关的'有效市场理论'。20世纪70年代在学术圈子里非常流行的有效市场理论实际上几乎成了神圣的教义。这个理论的观点概括而言就是，由于所有关于股票的公开信息都已经完全反映在股票价格中，所以，股票分析根本就是无用功。简单地说，市场总是无所不知。因此，信奉有效市场理论的教授们说，让一只猴子往股票一览表上掷飞镖所投中的股票而形成的投资组合，其预期收益率毫不逊于一个最聪明且最勤奋的证券分析师选出的投资组合。更令人吃惊的是，信奉有效市场理论的并不仅仅是那些学术人士，甚至还有许多专业投资人和公司经理。正如他们所观察到的那样，市场经常是有效的，但他们由此得出市场永远是有效的结论就完全大错特错了。市场经常有效与市场总是有效两个结论的差别如同白天与黑夜一样截然不同。"①

"我个人认为，格雷厄姆-纽曼公司、巴菲特合伙公司以及伯

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1988.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔公司连续60年的套利经验（同时还有很多其他证据），足可以说明有效市场理论是多么荒唐透顶。在格雷厄姆－纽曼公司的时候，我曾研究过该公司在1926年～1956年营业期间内的套利获利情况，在没有财务杠杆的年平均回报率达到20%。我从1956年开始运用本杰明·格雷厄姆的套利原理，先是在巴菲特合伙公司，然后是在伯克希尔公司。尽管我没有做过非常精确的计算，但我的计算足以证明1956年～1988年的平均回报率远远超过20%。（当然，我的投资环境要比本杰明·格雷厄姆的好得多，他经历了股市大崩溃的1929年～1932年。）”

“为了对投资组合的表现进行一次公正的检验，需要满足以下条件：（1）在创造这63年的纪录期间，这3家机构交易过成百上千种不同的证券；（2）投资业绩不会被几次侥幸的投资扭曲；（3）我们并不需要费力找寻常常隐藏的事实，也不需要具备敏锐的洞察力来考察公司产品和管理——我们仅对高度公开的公司事件做出套利决策；（4）我们的套利仓位非常容易明确确定——它们不是按后见之明挑选出来的。”

“在63年中，包括分红在内市场总体的年回报率低于10%。如果把所有的投资收益再投资，那么1 000美元能够增长到40.5万美元。而我们年均20%的收益率则可以使同样的1 000美元增长到9 700万美元。这种让我们心动的统计意义上的巨大差别，无疑可以激起任何人的好奇心。”

“然而，有效市场理论的鼓吹者似乎从来没有对这类与其理论并不一致的证据产生过兴趣。确实，今天他们不再像过去那样对这个理论夸夸其谈，但据我所知，无论他们曾经误导过多少学生，至今还没有一个人曾经公开承认有效市场理论是错误的。而且，在大部分商学院里，有效市场理论仍然是投资课程的主要课程。很明显，不愿公开收回自己的主张，并因此揭开神秘的理论面纱，并不仅限于神学家。”

“自然，那些生吞活剥有效市场理论的学生们以及招摇撞骗的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资专家们，对于我们及其他格雷厄姆的追随者反而提供了投资上的巨大帮助。在任何竞赛中——无论是金融的、脑力的或者体力的——面对一群被灌输了即使尝试也毫无用途的对手们，我们当然仍有巨大的优势。从利己主义的观点来看，格雷厄姆的追随者们可能应当资助那些大学教授的席位，以保证有效市场理论永远传授下去。”

“尽管我们这样说，还是有必要提出一个警告。从最近的套利活动看似乎越来越轻而易举，但这并非一种能够保证每年都有20%的利润的投资方式，或者说肯定有其他类似的利润。正如我们前面所讲的那样，在大部分时间里，市场是比较有效率的：在过去63年里，我们每抓住一次套利机会，同时会放弃很多套利机会，因为它们的定价看上去已经比较合理了。”

彼得·林奇：
股市波动让我对有效市场理论产生质疑

巴菲特在读大学时，有效市场理论并没有出世，所以，他根本没有接受过有效理论的错误教育。而1962年开始读大学的彼得·林奇接受了有效市场理论的系统教育。

1966年，彼得·林奇利用在研究生院就读的假期，进入富达基金管理公司做暑期工作的时候，他接触到的现实投资世界让他开始反思他所受的股票投资理论教育①：

“在富达基金公司实习一段时间之后，我回到沃顿商学院继续读研究生二年级，此时的我比以往更加怀疑学术界的股票市场理论究竟有没有什么真正的价值。在沃顿商学院所学的课程本来应该能帮助你投资成功，但在我看来却只能导致你投资失败。我学习了统计学、高级微积分学和数量分析等课程。但是，根据我在

① ［美］林奇、罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第11页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

课堂上所学的数量分析理论，我在富达基金公司所亲眼看到的事情在现实世界里根本就不会发生。”

“我还发现很难将有效市场假说即股票市场的一切信息都是‘已知’（known）的，并且股票的定价也都是‘理性’（rational）的与随机漫步假说（即市场的涨跌是不理性的，也是完全不可预测的）这两个相互矛盾的理论统一起来。我所看到的股票市场中许多奇奇怪怪的波动现象使我开始怀疑那些认为市场是理性的学术理论，而富达基金公司那些伟大的基金经理人所取得的投资成功也并非是事先完全无法预测的。”

“很显然，在投资方面沃顿商学院那些信奉定量分析和随机漫步理论的教授们在投资实践上远远没有我在富达基金公司的同事们做得好，因此，当我在理论和实践二者之间进行选择时，我选择了与实务派站在一起。当你知道某一个人在肯德基快餐公司的股票上赚了20倍，并且他在事先就已经清清楚楚地说明了该股票会上涨的理由时，那么你就很难相信这种在学术界十分流行的声称股票市场是非理性的理论。直到现在，我仍然根本不相信那些理论家和预言家们。”

格雷厄姆：我很难把有效市场理论的研究和实际投资效果联系起来[①]

有些人说格雷厄姆在晚年已经对他本人提出的价值投资失去了信心，这种说法在社会上反响很大，引起了众多的争论。显然，约翰·特莱恩的《投资大师》是这种说法的始作俑者，他在书中引用了格雷厄姆的话：“我不再坚持用复杂的分析技术寻找一流的价值机会。这种做法在40年前或许是可行的……在一定程度上，我支持现在的教授们普遍认同的有效市场理论。”[②]

① 珍妮特·洛尔：《格雷厄姆论价值投资》，海南出版社，1999年，第275页。

② John Train：The Money Masters，Harper Business，1985，p85.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但事实并非如此。

格雷厄姆在去世前几个月曾接受了一次采访，十分清楚地阐述了自己的观点。在问及对“随机漫步”理论有何看法时，格雷厄姆若有所思地说：“嗯，我相信（教授们）是很勤奋、很严肃的，我很难把他们的研究和实际投资效果联系起来。”他又补充说：“我不明白，你如何判断华尔街的价格就一定是本来应该的正确价格呢?”最后，格雷厄姆指出，正确的信息并不一定能保证投资者对股票价值做出正确的判断：“我认为，（有效市场理论）并没有什么特别之处，因为如果说我在华尔街60多年的经验中发现过什么的话，那就是没有人能成功地预测股市变化。”

同一年，格雷厄姆在《金融分析家杂志》上的一篇文章中重申了自己的观点。他写道：“普通股票同时具有投资和投机的双重特点。未分配利润的再投资使净资产价值不断增加，因此，它的投资价值和平均市场价格在长期中保持无规则的连续上升趋势……然而，多数人固有的投机或赌博心理，例如，失望、恐惧和贪婪，又使得它的价格不断处于非理性的剧烈的波动之中。”①他用更幽默的口气发表了自己对这一问题的观点。“人们常说，波旁家族什么都忘不掉，也什么都学不到，我要说，典型的华尔街人是什么都学不到，却忘掉了一切。”

费雪：有效市场理论的谬误

另一位成长型价值投资大师费雪同样对有效理论进行了激烈的批判：②

“过去几年，人们把太多的注意力放在我相信不对的一种观念

① Graham, Benjamin. A conversation with Benjamin Graham, vol 32, NO. 5 (September, Octomber 1976): 20 ~ 23.

② [美] 菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第280页~282页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上。我指的是市场效率十分完美的观念。和其他时期的其他错误信念一样，明察秋毫的人如持反向意见，可能有获利良机。”

“对不了解有效市场理论的人来说，‘有效’这个形容词，不是指市场显而易见的机械效率。想要买卖股票的人，可以把委托单下到市场里，几分钟内，交易便很有效率地执行完毕。‘有效’也不是指敏锐的调整机制，能够反映买方和卖方相对压力的变化，而使股价上涨或下跌几分之一美元。相反的，这个观念说，任何时点，市场的‘有效’价格应已充分和务实地反映一公司所有已知的事情。除非某人拥有重要、非法的内线情报，否则没办法找到真正便宜的股票，因为能够让潜在买主相信值得投资的情况存在的有利的影响力量，已经反映在股票价格上!”

“如果市场真如一般人相信的那么有效，而且重要的买进机会或重要的卖出原因没有不断出现，股票的回报率就不应该有那么大的变动。所谓变动，我不是指整体市场价格的变化，而是指一只股票相对于另一只股票价格变化的分散情形。如果市场有可能那么有效，则进行分析以获得这种效率的因果关系，整体来说一定很差。”

“有效市场理论源于随机漫步学派的学界人士。这些人发现，很难找到一种技术操作策略运作得够好，扣除交易成本后，相对于所冒的风险，能够提供丰厚的利润。我不反对这种说法。前面已说过，我们极难根据短期的市场预测，从短线进出操作中赚到钱。所谓市场非常有效，或许只是这个狭隘的意思。”

“我们大部分人是投资者，也应该是投资者，不是交易者，我们应该寻找长期前景非常美好的投资机会，避开前景较差的投资机会。这一直是任何状况中，我的投资方法的中心。我不相信对勤奋、知识丰富的长期投资人来说，股市非常有效。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章　如何评估公司价值

经济学家知道任何东西的价格而对其价值则一无所知。

——萧伯纳

评估一家企业的价值，部分是艺术，部分是科学。

——巴菲特①

价值投资人发现符合其选股标准的目标企业后，不管股价高低随意买入其股票并不能保证他获得利润。他首先要对公司价值进行评估，确定自己准备买入的企业股票的价值是多少，然后跟股票市场价格进行比较。公司股票市场价格如大大低于其对应的内在价值（更准确的应该是“真实价值”或“合理价值”），将会为价值投资人提供很大的安全边际和较大的利润空间。

因此，价值评估是价值投资的前提、基础和核心。巴菲特在伯克希尔公司1992年年报中说：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。”可见，没有准确的价值评估，即使是股神巴菲特也无法确定应该以什么价格买入股票才划算。

价值投资最基本的策略正是利用股市中价格与价值的背离，以低于股票内在价值相当大的折扣价格买入股票，在股价上涨后以相当于或高于价值的价格卖出，从而获取超额利润。巴菲特称

①［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第106页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为“用40美分购买价值1美元的股票”。

因为股票价值是公司整体价值的一部分，所以对于股东来说，不考虑股票交易的股票内在价值评估与公司价值评估其实是完全相同的。价值投资人在进行价值分析时，他对于上市公司和自己完全拥有的私有企业的价值评估方法完全是一样的。格雷厄姆指出，“典型的普通股投资者是企业家，对他而言，以和估价自己的私人企业同样的方法来估价任何其他上市公司似乎是理所当然的做法”。价值投资人买入上市公司的股票，实质上相当于拥有一家私有企业的部分股权。在买入股票之前，首先要对这家上市公司的私有企业市场价值进行评估。

不同的投资大师，所采取的价值评估方法并不完全相同。这并不是说有的是错误的，有的是正确的，而是他们的价值评估方法都是正确的。他们是从不同的角度对一家公司进行的不同的评估，他们的评估方法之所以不同，还有一个原因是他们的投资策略不同，他们所选择的公司特点的不同。

我们认为，条条大路通罗马，我们从不同的起点出发，但最终是为了一个共同的目的，确定公司的价值远远高于市场价格，这种具有很大安全边际的股票才是我们理想中的选股目标。

以下我们分别介绍价值投资大师们经常采用的三种价值评估方法，并在此基础上根据企业资源理论提出一个综合性的公司价值分析框架，希望各位投资人尽量采取多种方法进行综合性的评估，这样得出的价值评估结果的准确程度会更高。

事实上，不同时期、不同投资大师所采用的主要价值评估方法并不相同。

曾经在股市大崩盘中遭受打击的格雷厄姆在估值方面非常谨慎，他主要采用资产价值评估，非常重视公司的有形资产净值。而对市盈率估值方法非常保守，相对用得较少。

而费雪的投资策略与格雷厄姆有很大不同，更关注成长型公司股票，而这些公司的价值主要体现在盈利能力而非有形资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值上，因此，费雪主要采用市盈率估值方法。

而巴菲特则综合了格雷厄姆与费雪投资策略的长处，并且根据估值研究的成果，主要采用现金流量贴现模型进行估值。巴菲特投资的是稳定成长的大型公司，现金流量贴现模型相对于简单的市盈率来说更可靠，更全面地反映了公司的盈利能力。

而林奇则是综合采用以上三种估值方法，针对不同类型的股票采用不同的估值方法。相对而言他更多地使用改进后的市盈率估值方法。但是，他从不拘泥于一种固定的估值方法。

由于格雷厄姆提出的价值投资策略已经被市场广泛接受，而且现代信息技术已经使投资人可以非常方便地获取每股市价净值比率、市盈率等估值指标，甚至可以在网络上找到许多关于有关公司股票的估值研究报告。在当今信息技术非常发达、网络使用非常普遍的时代，那种想用一种很简单的方法来准确评估价值就依此来找出那些价值被市场严重低估的股票是一种头脑简单的幻想。投资如果是这么简单，那么每个人都可以战胜市场了。

这也正是1998年被评为年度美国最佳资产基金管理经理的莱格·梅森资产管理公司的旗舰基金增值信托的基金经理比尔·米勒的观点。[①]

“自从1982年以来，市场对资金管理者的淘汰率高达91%。这对我来说是一个高效的数字，因为现在计算机已不再是稀罕的资源，数据库亦随处可得，基于财务的股票要素分析（价格与收益比、价格与账面值比、价格与现金流量比等）也可以通过计算机进行查验，但他们并不能带来辉煌的业绩。”

“各种对股票要素组合的分析表面看起来掌握了必胜的秘诀，但都会很快消失殆尽。超常表现的秘诀绝不存在于任何算法之中。任何超常发挥的投资组合，在某段时间内能成功是因为具有价格

① ［美］罗伯特·哈、格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第115页～117页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错位的保险性。市场对这个未来数的估计是错的。我们通过比较市场对此公司的估值以及我们自己对公司的估值，用多种要素组合的方法来找出价格错位。”

“我们首先进行财务方面内容的计算，然后转向私人市场价格分析，还要进行全部购入杠杆分析以寻求收盘额，当然还要进行现金流通折现模式的计算。”

“股价的评估是一个充满活力的过程而不是一个静止不动的过程。当我们首次对美国在线进行估值时，它的交易值在 15 美元上下，我们认为它值 30 美元左右。现在我们估算它的股值在 110 美元到 175 美元之间，这种估算是基于保守的现金流量折现基础之上的。如果我们关于长期经济模式的说法是正确的，数字可能会更高。”

“当我们购买通用汽车（General Motors）或大通（Chase）股时——古老、易懂的绩优股——抑或当我们购买长期的低价股票反斗星（Toys ‘R’ Us）和西部数据（Western Digital）股时，没有人对我们的做法提出异议，因为我们是在他们大规模亏损的期间购买的。问题出在当我们购买戴尔和美国在线时，他们开始反对我们。”

“他们反对我们最厉害的地方是我们没有像其他成长型投资人那样在戴尔股票涨到 8 美元时，将他们抛出。从历史上讲，计算机股的交易收益徘徊在 6 美元到 12 美元之间，所以当戴尔股的收益超过 12 美元时它就不再是一个成长型股票了。”

“看到人们如此头脑简单，只会运用财务方法计算，然后将结果进行线性换算，并基于此进行决策，我们感到有些幸灾乐祸。它比实际估算企业价值应进行的工作要简单得多，同时也能使我们为客户进行更彻底的分析，取得更精确的结果。”

“我们拥有通用汽车和美国在线的股票，原因是相同的：市场对价位的估计是错的。两家公司都在以低于其潜在内在价值的价位进行交易。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.1 格雷厄姆：最基本、最简单的资产价值评估方法

所有的问题可以总结为一条基本原理：如果一只普通股售价长期低于其清算价值，则表明要么股价太低，要么公司该清算了。

——格雷厄姆

公司价值分析的第一步是分析公司资产的价值。对于许多传统的价值投资者来说，这是惟一的一步。

普通股的账面价值过去曾经是最为重要的估值指标，但是这种观念现在已经几乎没有什么影响力。资产负债表中记录的公司资产价值几乎失去了它的全部意义。这种变化发生的原因在于：第一，固定资产的价值是以历史成本计价，通常和真实的市场重置成本毫无关系；第二，在更为常见的情况下，这些价值与资产出售可获得的收入数字没有联系，也和与收益相称的数字不符。

但格雷厄姆仍然认为账面价值在股票估值中有相当重要的实际意义。他发现股市中一个难以令人置信的事实是投资人很少会问“出售这家企业时能卖多少钱?”而这正应该是打算购买股票前应该问的第一个问题。

我们会发现股票市场对某些股票的估价高出它们的账面价值很多倍，这些公司被严重高估的市值，与它们的普通工商业企业的地位根本不相称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，一些经营正常但业绩平平的企业，在市场上的估价却可以低到资产价值的大约1/10。尽管企业多年以来声誉卓著、收益稳定并且股息丰厚。然而这个企业的部分股东竟然愿意将他们拥有的权益，以相当于其价值的1/10的价格出售，而且它的价值又是一位企业家可以一眼就看出来的。

在这些极端情况下，以远低于账面资产价值的价格进行购买，要优于以大幅溢价进行购买。

因此，格雷厄姆提醒投资人，在购买或出售其在一家公司的股票之前，至少应该检视一下这只股票的账面价值："对于任何具体的案例来说，账面价值所传达的信息都有可能是没有意义或没有必要注意的。但是，在丢弃这些证据之前，先要对账面价值进行考查，这样可以让股票购买者——如果他自认为还算聪明的话——至少能够告诉他自己：第一，他为这个企业实际支付了多少钱；第二，他花的这些钱实际上换来了多少有形资源。"①

格雷厄姆认为，一家公司股票的价格是不可能长期低于清算价值的。一方面，如果一家公司继续经营不如进行清算，那么它就应该进行清算；另一方面，如果它继续经营更有利可图，那么，它的股价就应该比清算价值高。所以，不论怎样，股价都不会长期低于清算价值的。

既然股价不可能长期低于清算价值，那么在很多情况下，股价低于清算价值的股票相对而言非常便宜，具有很大的吸引力。

格雷厄姆认为："所有的问题可以总结为一条基本原理：如果一只普通股售价长期低于其清算价值，则表明要么股价太低，要么公司该清算了。"② "股价低于清算价值的普通股是被低估证券的一类代表。它们的价格跌得比实际情况所允许的还低，这说明，

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第525页。
② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第531页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从整体上说，购买这些股票具有获利的机会。”①

“如果普通股具有以下性质：（1）低于资产清算价值；（2）显然无资产损失的风险；（3）以前曾表现出强大的相对于市价的获利能力，那么，确实可以列入投资性廉价股票（investment bargains）。无疑，它们的价值远远超过价格，并且这部分超出额迟早会反映在价格上。在低价位上，这类廉价股真正享有高度的安全性，即股本损失的风险相对较小。”②

资产价值分析最为简单直接的方法是根据公司提供的资产负债表计算账面价值。

一家公司股票的每股账面价值指的是，资产负债表所反映的属于股东的净资产价值。对普通股来说，它还经常被称为“股东权益”（equity）。

为了保守起见，计算每股净资产的账面价值时，通常限定于有形资产，即计算中将例如商誉、商标名称、专利、特许权和租赁权等无形资产排除在外，称为“有形资产价值”，以明确无形资产不包括在内。

但账面价值法的一个明显缺点是：资产负债表中的资产和负债的账面价值很有可能不等于它们的市场价值。第一，通货膨胀使一项资产当前的市场价值并不等于其历史成本价值减去折旧；第二，技术进步使某些资产在其折旧期满或报废之前就过时贬值；第三，由于公司形成的组织能力对各项资产有效的合理组合，公司多种资产组合的整体价值会超过各项单独资产价值之和，而这种组织能力等资产在公司账面上并没有反映。

因此，在进行资产价值分析时，需要对账面价值进行调整，以反映公司资产的市场价值。根据公司资产负债表对公司资产价

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 535 页。
② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 537 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值分析主要有三种方法：

一是重置成本法，是最常用的调整方法，适用于一般的、正常经营的企业。

二是清算价值法，是较为保守的调整方法，适用于有问题的、可能面临清算的企业。

三是流动资产价值法，是格雷厄姆提出的最保守和最谨慎的清算价值估计方法，只适用在股市大萧条时期。

在选择资产价值分析方法时，价值投资者首先要对公司所在产业的战略发展前景进行判断。如果公司所在产业面临衰退和消亡，由于不存在为满足特定产业需要而制造的资本商品的市场，因此这些资产通常要分拆出售，公司资产应以清算变卖进行价值估算。如果公司所在产业处于稳定发展和增长阶段，公司资产可以按重置成本法进行估算。另外，现代价值投资者不仅把设施、不动产、设备等固定资产，甚至产品组合、客户关系、品牌形象、员工素质等无形资产也包括在资产之中，从而扩大了投资组合的选择范围。当然可靠性也相应降低了，误差也相应扩大了。但是，对于大多数处于有经济生命力的产业中的公司来说，这种分析是完全必要的。

重置成本法

在价值评估中，我们很难将一项资产的盈利能力与其遥远的历史成本相联系，但却很容易与其当前的重置成本相联系。重置成本法是最常用的资产价值分析技术。

确定重置成本的一种简单的、主要针对通货膨胀进行调整的方法是选用一种价格指数，将资产购置年份的价值换算为当前的价值。但价格指数法并没有反映资产的过时贬值与资产价格的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化，所以更好的方法是，逐项对每一项资产进行调整，确定各项资产真正的当前重置成本，从而同时反映通货膨胀和过时贬值这两个因素的影响。

不同类型资产重置成本的确定方法如下：

（1）流动资产重置成本：对流动资产账面价值重置成本的评估实际上在大多数情况下并不重要。因为这些资产毕竟是流动性的，在一年内可以变现，账面价值与重置成本的差异不久就会弥合。

（2）固定资产重置成本：公司固定资产主要包括土地、设施、设备等，其账面价值与重置成本经常会有较大差异，是资产分析的重点。一是土地的实际价值可能要比账面价值高很多，公司可以卖掉土地或改变土地的用途来获得这部分附加价值。二是设施可以包括不同的投资，如建筑、调整公路、通信光缆等。公司设施的账面价值与重置成本的差异可能是非常巨大的。主要有两种原因：第一，公司用以减少设施账面价值的折旧与资产实际经济价值损耗情况差异很大；第二，通货膨胀可能恢复扭曲设施的价值。我们对设施的折旧提取是以历史成本为基础的，可能会低估实际支出而高估收入。三是许多设备由于技术发展和创新导致新设备的生产效率和性能大大改善，公司设备的重置成本会远低于账面价值。设备的重置成本要求较高的专业知识。

（3）负债账面价值的调整：如果公司债务有市场价值，直接使用市场价值。如果没有，一般使用账面价值进行替代，因为债务的价值基本上是固定的。在衡量公司价值过程中，负债价值估算中的任何错误都可能会直接影响权益资本的价值。在杠杆水平较高的公司，债务占公司资产的很大份额，资产估价的微小错误都会对权益资本的价值产生重大影响。

（4）潜在资产及其重置成本：当公司收购另一公司时，其支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付的金额超过公司资产减去负债后的净资产价值时，差额以商誉记入公司资产负债表中。商誉反映了公司拥有在资产负债表中没有记录的潜在资产。潜在竞争对手要想重置这些潜在资产，就必须在研究开发、广告、客户关系、公司管理体制等方面进行大量的费用投入。因此，资产重置成本中需要加上一定年份的研发费用、销售费用、一般管理费用。另外，公司的如电视、广播业务等特许经营权也并不反映在资产负债表中，其重置成本估算的最佳方法是参照自由市场出售类似权利的理性市场价格。

重置成本法的最大不足是忽略了组织能力。公司存在的根本原因是，运用组织能力，按照一定的方式组合资产和人员使得公司整体的价值超过各项资产单独价值的总和。重置成本法无论如何完美，也只能反映各项资产单独价值的总和，总会忽略公司组织能力的价值。

清算价值法

如果公司所处的产业没有发展前途，或者公司盈利能力大幅度下滑，面临破产时，这时公司资产价值相当于其清算价值。

不同类型资产清算价值的确定方法如下：

（1）流动资产重置成本：现金和流动证券一般可按账面价值计算。应收账款可根据可收回的可能按账面净值的一定比例估算。存货的清算价值取决于存货的类型。属于普通商品、容易出卖的存货可以较小的折扣估算；具有特殊用途的存货，需要邀请专门的评估师来估算其价值。

（2）固定资产重置成本：公司固定资产主要包括土地、设施、设备等，估算其清算价值要求较高的专业知识。

（3）潜在资产：估算清算价值时，商誉没有任何价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于有活跃二手市场的相应资产，清算变卖价格就等于二手市场价格。但大多数资产并没有相应的二手市场，只能由评估师进行估算，但估算并不一定容易。

清算价值法也忽略了组织能力，而且只有在少数情况下，如破产，公司才会花费大量时间和精力进行估算清算变卖价值。一般情况并不容易精确估算，只能大致估算。

流动资产价值法：
最保守的清算价值估计

一只股票的流动资产价值指的是，速动资产减去所有优先级别高于该股票的负债和要求权。这个概念不仅不包括无形资产，而且还排除了固定资产和杂项资产。

一只股票的现金资产价值指的是，现金资产减去所有优先级别高于该股票的负债和要求权。现金资产与现金本身的概念不同，它定义的是那些直接等同于现金，或以现金替代物的形式持有的资产。

只选择流动资产（现金、应收账款、存货等），这是最保守的情况。这些资产无论是按清算资产还是按重置成本计算都不会产生很大的误差。所有的负债都要从流动资产中扣除，以得出一保守的，甚至可以说是“防弹”的资产价值。这一价值非常安全，但在市场上很难有机会获得，只有在股市最低迷、最萧条的时期才会出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.2 林奇：最常用却最常误用的市盈率价值评估方法

如果对于市盈率你可以什么都记不住，但你一定要记住，千万不要买入市盈率特别高的股票。

——彼得·林奇

买入股票的投资者都会问的问题是：如何判断一家公司具有投资价值，也就是说如何判断这家公司未来股票价值会比现在更高。

回答上面的问题会涉及很多理论，也有太多的争论。

但是，林奇认为最终还是归结为两点：公司收益和公司资产状况，特别是收益。林奇认为，用收益和资产价值来分析买入公司股票，与分析购买一家自助洗衣店、药店或者公寓没有任何不同：“尽管有时容易忘掉，但是股票与彩票确实不同，它代表对一家公司的部分所有权。”因为对于一只股票而言其收益和资产将决定投资者愿意支付的价格。

尽管存在许许多多的投资策略，但几乎每种投资策略都认为公司收益是决定公司股票市场价格的最主要因素，因此，分析公司收益趋势与公司股价趋势的偏离来判断公司股价是否被低估是一个最主要的方法，而市盈率是判断股价过高还是过低的最广泛使用也是最流行的一个指标。

市盈率是指股票市价对公司每股收益的比率，常用的是股票市价对公司未来一年每股收益的比率。市盈率可以看做是投资者收回最初买入股票时投入资本所用的年数，前提是假定公司的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益保持不变。

市盈率的简单、直观、数据容易获得等优点，使其成为所有比率中使用最广泛的指标。分析人员利用市盈率进行国家之间、行业之间、公司之间以及公司不同时期之间的比较，以发现被低估的公司股票，从中获取超额投资利润。低市盈率股票存在超额收益是一个很早就被发现的投资策略。

事实上，市盈率是最常用的，但也是最常被误用的分析指标。市盈率的有效性取决于对公司未来每股收益的正确预期和选择合理的市盈率倍数。而这两个条件在实际操作中是很难满足的。

第一，每股收益的质量难以保证：每股收益容易受到管理层的会计操纵，人为扩大或降低每股收益。

第二，每股收益波动性很大：对于周期性公司，在经济衰退时其市盈率反而会处于最高点，在经济繁荣时会处于最低点。

第三，收益为负值时，市盈率没有意义。

第四，市盈率的合理倍数很难确定。一般采用行业平均市盈率进行价值评估，但是当市场对某个行业存在系统误差时，会高估或低估其股票。这时将公司股票市盈率与行业平均市盈率对比，会得出错误的结论。

林奇根据其多年的投资经验，提出了正确运用市盈率估值方法的四个原则。

不要过于相信专家对公司收益的预测

人们之所以愿意以很高的价格、很高的市盈率来买入公司股票，是因为他们预测公司收益在未来长期内会继续以很高的速度增长。

林奇对人们之所以高价追涨有着深刻的认识：

“投资者都假设公司收益未来将会不断上涨，每一只股票的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格之中都包含着公司收益将会不断增长的假设。"①

尽管华尔街和学术界在许多方面都存在巨大的分歧，但都认为公司收益是决定公司股票市场价格的最主要因素，现代证券分析的核心是通过预测公司收益来预测公司股票市场价格的未来走势。因此，证券公司纷纷花费巨资聘请专家预测公司收益变化，股票分析师中的明星便是那些预测专家。那么，这些专家对公司收益预测的准确程度如何呢?

身为基金管理人，林奇阅读过无数专家对公司的收益预测报告。但是，他对这些专家预测的准确性非常失望：

"一批又一批的证券分析师和统计学家都在向解决如何准确预测公司未来收益这个问题发起冲击。但是，你随便拿起一本最近的财经杂志都可以看到他们的预测往往是一错再错。(在文章中与'收益'二字相连的最常出现的词就是'出乎意料')。"

德瑞曼与 M·贝利在 1995 年 5 月 ~6 月的《金融分析学报》上发表了一篇文章，研究了 1973 年 ~1991 年间分析师收益预测准确性。该文评估每一季度的收益预测一般用前 3 个月的数据，分析家可以在该季度前两个星期修订。研究样本公司包括纽约证券交易所、纳斯达克和美国证券交易所的主要股票 1 000 只。结果发现，分析家们的收益预测与实际收益一直相差很大，平均错误率达 44%！尽管 20 世纪 70 年代后信息技术有了飞跃发展，分析师的预测水平反而更差了。在研究期间的最后 8 年，平均失误率达 50%，有两年达到 57%、65%。② 这种巨大的预测失误率将导致投资者对公司的价值判断产生很大错误，从而导致对股价产生不合理预期，一旦公司收益公布与预测相差很大，股价必定大跌，使投资人遭受较大亏损。

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 196 页。

② ［美］戴维·德瑞曼：《逆向投资策略》，海天出版社，2001 年，第 36 页 ~37 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇指出投资人过于相信专家的未来收益预测，就会在以下两种情况下犹豫不决而错失良机：

一是在公司收益增长时没有及时买入，因为根据专家预测收益本来应该增长得更高。

二是在公司收益下降时没有及时卖出，因为根据专家预测收益本来应该下降得更低。

在运用市盈率进行估值时，许多投资人包括投资专家都是根据过去几年的每股盈余进行平均，借以推断未来盈余，然后来计算和比较这家公司股票市盈率过高还是过低，并以此决定是否买入这家公司股票。

格雷厄姆认为，“普通股的投资价值取决于反映该股票盈利能力的一定系数。盈利能力是指未来预期的平均收益。盈利能力概念综合考虑了股票在不同年份好的和差的收益的数值。”①

格雷厄姆和多德指出盈利能力的计算应是“平均收益”，这种平均收益并非简单的算术平均，而是“具有正常或众数意义的平均值，其内涵在于每年的经营结果具有明确的接近这个平均的趋势”②。

但费雪指出，过去的历史盈余并不代表未来盈余：“观察每股盈余本身，并重视四五年前的盈余，就像一具引擎不再和它施力运作的机器连线后，还希望那具引擎发挥功效。仅仅知道一个公司四五年前的每股盈余是今天盈余的 4 倍或 1/4，很难借以判断应该买进或卖出某只股票。对背景状况有所了解十分重要。但更重要的是要了解未来几年可能发生什么事，这十分关键……投资人应该牢记在心：现在对他重要的事情，是未来五年的盈余，不是过去五年的盈余。”③

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 231 页。

② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 452 页。

③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 140 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在大多数股票研究报告中，主要围绕着过去5年的价格数字进行分析。证券分析师之所以如此，是因为历史盈余数据毫无争议，而对于未来盈余的预测则争议很大。但事实上往往仅仅几年之内，一些上市公司的内在价值就会发生很大的变化。对于一些非常稳定的公用事业公司，根据过去几年的盈余记录，能够大致推算出未来盈余如何。但对于那些增长十分快速的公司来说，就很难如此从过去推测未来。

一些投资人相信，过去几年发生的事，势必无限期延伸下去，这种思维有很大的误区。有些投资人会找到过去5年或10年中，每年每股盈余和市价都持续上涨的成长性股票，并根据过去的持续成长推断，这种增长趋势几乎肯定会无限期持续下去。但是，费雪指出这种情形有可能会发生，但并非必然如此。因为成长型公司的产品开发什么时候能够取得成果，所推出的新产品是否能够迅速占领市场，都是难以预料的，即使最杰出的成长型公司，盈余成长率也难免偶尔下挫1年～3年，而一旦盈余成长率并未像市场预期的那样持续增长却反而下挫，就会使股价大幅下跌。因此，费雪警告投资人："强调过去的盈余记录，却忽视左右未来盈余曲线的背景状况，可能让投资人损失惨重。"①

比如，一只股票过去几年的价格一直稳定维持在10倍的市盈率平均水平，但现在公司管理层变更、新的投资项目进展不顺利、推出新的产品遭受失败等，使每股盈余未来将下降100%以上，那么其市盈率应该为20倍左右。如果有人仍然根据历史盈余推断未来盈余，并由此得出结论这只股票市盈率为10倍，而不是20倍，那么未免过分仰赖历史盈余数字了，肯定会有很大的投资风险。

但费雪并不认为过去的盈余和价格区间对于预测未来盈余毫无价值。费雪只想忠告投资人，投资人重视历史盈余的程度，不

---

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第140页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应高到引来危险的地步："只要投资人了解历史盈余只是辅助工具，适用于特殊目的，不是决定一只普通股有没有吸引力的主要因素，这时历史盈余就很有用。比方说，研究前几年每股盈余的起伏情形，可以了解一只股票的周期性，也就是企业盈余受各景气阶段影响的程度。更重要的是，比较过去的每股盈余和价格区间，可以了解一只股票过去的本益比。这可以当做起步的基础，根据它们衡量未来可能的本益比。但是同样的，应谨记在心：主宰股价走势的是未来，不是过去。"①

因此，林奇忠告投资者并不能过于相信专家的收益预测。尽管没有人总是能够准确预测公司未来的收益，但至少可以分析公司为增加收益所制定的计划实施效果如何。投资人应该关注公司以下行动：进一步削减成本、适当提高价格、开拓新市场、在原有市场上进一步提高销量、对亏损业务进行重组等。这些才是预测收益应该调查的重点。投资人应该充分利用自己对公司业务的了解、在日常生活中对公司产品的了解，结合有关调查研究，对公司未来收益形成自己的预测。当然可以参考专家的预测，但只是参考，决不能轻信，最可靠的还应该是自己的分析，因为最终盈亏都是你自己的钱。

低市盈率股票并不一定值得购买

不同公司股票的市盈率差别很大。按照林奇对股票的6种分类，不同类型公司的股票市盈率差别也很大。

缓慢增长型公司股票的市盈率一般接近于最低水平，为7倍~9倍。

大笨象型公司股票的市盈率为10倍~14倍，高于缓慢增长型

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第145页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，但低于快速增长型公司。

快速增长型公司股票的市盈率接近于最高水平，为 14 倍～20 倍，甚至更高。

周期型公司市盈率也会不断波动，但波动范围总在缓慢增长型公司与快速增长型公司之间。

许多投资者通过对不同行业之间、同一行业不同公司之间的市盈率比较，寻找市盈率偏低的股票，从中获取超额投资利润。低市盈率股票存在超额收益是一个很早就被发现的投资策略。

但林奇提醒我们，低市盈率股票并非就一定值得投资：

“一些专门寻找便宜货的投资者认为，不管什么股票只要它的市盈率低就应该买下来，但是这种投资策略对我来说没有什么意义。我们不应该拿苹果与桔子相比。因此，对于道化学公司股票而言明显偏低的市盈率，对于沃尔玛公司中股票而言却并非如此。”①

千万不要购买市盈率特别高的股票

只考虑市盈率当然很傻，但市盈率毕竟是一个非常容易得到的数据，在正确运用时对分析股票也有相当大的用途，因此，你不能对其不理不睬，而是要合理分析。

在根据市盈率判断股票高估还是低估时，一定要进行充分、全面的比较。

一是将行业市盈率与市场整体市盈率进行比较。

二是将目标公司的市盈率与行业平均市盈率比较。

三是将目标公司不同年份的历史市盈率进行比较。

关于市盈率指标的运用，林奇给投资者的一个忠告是：

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 191 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"即使关于市盈率你什么都记不住的话，你也一定要牢记一点：千万不要买入市盈率特别高的股票。只要坚决不购买市盈率特别高的股票，就会让你避免巨大的痛苦与巨大的投资亏损。除了极少数例外情况，特别高的市盈率是股价上涨的障碍，正如特别重的马鞍是赛马奔跑的障碍一样。"①

市盈率可以看作是投资者收回最初买入股票时投入资本所用的年数。那么，如果一家公司的市盈率非常高，那么它的收益必须以令人难以置信的速度增长才能表明其股价是合理的，否则投资者要收回投资所用的年数可能要比投资者的寿命还要长。

1972 年，麦当劳股价高达每股 75 美元，其市盈率高达 50 倍。尽管麦当劳公司的经营仍然非常成功，但其收益根本无法支持这样高的股价。最后股价从 75 美元下跌到 25 美元，市盈率也下降到更符合现实的 13 倍。

20 世纪 60 年代末，EDS（Electronic Data Systems）股票是一只热门股，市盈率竟然高达 500 倍。这意味着即使 EDS 公司的收益保持不变，你也得花 5 个世纪（500 年）的时间才能把你的最初投资收回来。

虽然其后数年间 EDS 公司的业绩表现都非常好，收益和销售量持续高速增长，但是，1974 年股价仍然从 40 美元跌到了 3 美元。股价狂跌并非是因为公司经营出现了重大问题，而是因为股价过于高估。

1973 年，雅芳公司的股票最高达每股 140 美元，市盈率达到惊人的 64 倍。要支持如此高的市盈率，对于雅芳这样年销售已经超过 10 亿美元的公司来说，其销售额要增长到超过千亿美元，利润超过当时钢铁工业、石油工业的利润总和，这显然是不可能的。最终其股价在 1974 年下跌到 18.625 美元。

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 192 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1973 年，宝利来公司股价高达 143 美元，市盈率达到 50 倍。要支持如此之高的股价，公司需要至少向每个美国家庭出售 4 架新型照相机。但这种照相机售价过高，操作也不够理想方便，所以并没有引起预期的市场轰动效应。到 1974 年公司股价下跌到了 14.125 美元，这家拥有 32 年辉煌历史的公司在短短 18 个月间市值减少了 89%。

公司的市盈率可能过高，整体的市盈率也可能过高。市场整体的市盈率对于判断整个市场是被高估或是低估是一个很好的指标，过高的市盈率是股市中大多数公司股价被高估的重要警告信号。

影响市盈率的因素主要有三种：

第一个因素是利率。市盈率与利率成反比。利率上升，更多的资金投入到债券中，则股票市盈率下降。相反如果利率偏低，那么更多的资金投入到股票上，市盈率则上升。

第二个因素则是收益。如果人们对公司未来收益的增长过于乐观，那么市盈率将达到一个过高的水平。

第三个因素是心理。在牛市市场中，人们对股票投资收益率令人难以置信的乐观情绪也可以把市盈率哄抬到一个令人匪夷所思的水平。

20 世纪 60 年代 EDS 市盈率高达 500 倍，1973 年的雅芳市盈率高达 64 倍，宝利来市盈率高达 50 倍。1971 年，整个市场的市盈率上升到了惊人的 20 倍，快速增长型公司的市盈率上升到了一个令人疯狂的高度，而缓慢增长型公司的市盈率也上升到与快速增长型公司市盈率正常时的高度。任何一位了解市盈率的投资者都能看出如此之高的市盈率水平是非常不正常的。大涨的结果必然是大跌。1973 年～1974 年，股票市场经历了自 20 世纪 30 年代经济大萧条以来最剧烈的一次惨痛下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率与增长率进行比较可以分析股票是否高估

林奇提出。市盈率与增长率进行比较可以分析股票是否高估：

"任何一家公司股票如果定价合理的话，市盈率就会与收益增长率相等。在此我谈一下收益增长率。"①

如果一家公司股票的市盈率是 10 倍，那么，这意味着市场对这家公司的增长率预期为 10%，如果股票的市盈率低于公司的增长率，那么这家公司股票可能被低估了，你有机会低价买入。相反，如果股票的市盈率高于公司的增长率，那么这家公司股票可能被高估了，你就得考虑是否赶紧抛出了。

林奇一直用这个方法来为基金分析股票，他判断股票是否值得购买的标准是：

"一般来说，如果一家公司的股票的市盈率只有收益增长率的一半，那么这只股票赚钱的可能性就相当大了；如果股票市盈率是收益增长率的两倍，那么这只股票亏钱的可能性就非常大了。"

如果考虑股息的话，只需要将公司的长期增长率加上股息收益率，然后再与市盈率比较。例如，假设一家公司的长期收益增长率为 15%，股息收益率为 3%，二者之和为 18%，然后与市盈率（假定为 6 倍）进行比较，市盈率仅仅相当于增长率的 1/3，那么这肯定是一只被严重低估的好股票。

应用这种方法的关键在估计公司的长期收益增长率。最简单的方法是根据公司历年年报或有关统计资料找到这家公司每年收益的数据，然后把每年的收益增长率计算出来，最后计算出公司长期的年度平均收益增长率。这种年均收益增长率是对公司未来

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 243 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长率的一种大致猜测，尽管有些粗略，但对于经营稳定且历史较长的公司，具有相当的可靠性。但对于成立时间不长的公司，我们和林奇一样，只能在对公司有关资料进行仔细研究后进行预测。

6.3 巴菲特：不精确但正确的现金流量价值评估方法

我宁愿模糊的正确，也不愿精确的错误。

——凯恩斯

巴菲特的导师格雷厄姆第一个在证券分析中提出了“内在价值”的概念：“证券分析家似乎总是在关注证券的内在价值与市场价格之间的差距。但是，我们又必须承认，内在价值是一个非常难以把握的概念。一般来说，内在价值是指一种有事实——比如资产、收益、股息、明确的前景——作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。”①

巴菲特在几十年的投资实践中对内在价值的概念做了进一步的发展和完善，他在伯克希尔 1996 年的伯克希尔股东手册中对内在价值定义如下：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。”②

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 4 页。

② Warren E. Buffet：“An Owner's Manual” to Berkshire's shareholders. June 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特强调内在价值与会计上的账面价值具有根本的不同：

"账面价值是一个会计概念，即由投入资本与留存收益所形成的财务投入的累积值。内在价值则是一个经济概念，是预期未来现金流量的贴现值。账面价值告诉你的是过去的历史投入，内在价值告诉你的则是未来的预计收入。一个比喻能够使你清楚了解两者之间的不同。假设你花相同的钱供两个小孩读大学，两个小孩接受教育的账面价值（用财务投入来衡量）是一样的，但未来所获得的回报的现值（即内在价值）却可能有巨大的差异——从零到所支付教育成本的好几倍。同样如此，财务投入相同的公司，最终其内在价值却会有巨大的差异。"①

那么，巴菲特是如何评估公司股票内在价值的呢?

总结巴菲特的估值经验，要进行准确的价值评估，必须进行以下三种正确的选择：

一是选择正确的估值模型——现金流量贴现模型。

二是选择正确的现金流量定义和贴现率标准。

三是选择正确的公司未来长期现金流量预测方法。

正确的估值模型

巴菲特认为，惟一正确的内在价值评估模型是1942年约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）提出的现金流量贴现模型：

"在写于50年前的《投资价值理论》中，约翰·伯尔·威廉姆斯提出了价值计算的数学公式，这里我们将其精练为：今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的、以适当的利率贴现的现金流入和流出。请注意这个公式对股票和债券来说完全相同。尽管如此，两者之间有一个非常重要的，也是很难对付的差别：债券有一个息票

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1983.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（coupon）和到期日，从而可以确定未来现金流。而对于股票投资，投资分析师则必须自己估计未来的“息票”。另外，管理人员的能力和水平对于债券息票的影响甚少，主要是在管理人员如此无能或不诚实以至于暂停支付债券利息的时候才有影响。与债券相反，股份公司管理人员的能力对股权的‘息票’有巨大的影响。”①

巴菲特在伯克希尔2000年年报中用伊索寓言中一鸟在手胜过二鸟在林的比喻再次强调价值评估应该采用现金流量贴现模型：

“我们用来评估股票与企业价值的公式完全相同。事实上，这个用来评估所有为取得金融收益而购买的资产的价值评估公式，从公元前600年的一位智者第一次提出后，（虽然他还没有聪明到以至于知道当时是公元前600年）从来就没有变过。这一奇迹就是伊索和他那永恒的——尽管有些不完整——投资智慧：一鸟在手胜过二鸟在林。要使这一原则更加完整，你只需再回答三个问题：你能够在多大程度上确定树丛里有小鸟？小鸟何时出现以及有多少小鸟会出现？无风险利率是多少？（我们认为应以美国长期国债利率为准。）如果你能回答出以上三个问题，那么你将知道这片树丛的最大价值是多少，以及你现在需要拥有小鸟的最大数量是多少，才能使你现在拥有的小鸟价值正好相当于树丛未来可能出现的小鸟的价值。当然不要只是从字面上理解为小鸟，其实是资金。”

“这样延伸和转化到估值方面，伊索的投资格言放之四海而皆准。它同样适用于评估用于农场、油田、债券、股票、彩票以及工厂等的投资。不论蒸汽机的发明、电力的开发，还是汽车的问世，都丝毫没有改变这个公式，连因特网也无能为力。只要输入正确的数字，你就可以对资本在宇宙间任何一种可能的用途的投资价值进行评估。”

---

① Warren Buffer：Berkshire Hathaway Annual Report. 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"一般的评估标准，诸如股利收益率、市盈率、或市价净值比、甚至是成长率，与价值评估毫不相关，除非它们能够在一定程度上提供一家企业未来现金流入流出的一些线索。事实上。如果一个项目前期的现金投入超过了未来该项目建成后其资产产生的现金流贴现值，成长反而会摧毁企业的价值。有些市场分析师与基金经理人口口声声将'成长型'与'价值型'列为两种截然相反的投资风格，只能表明他们的无知，绝不是什么真知。成长只是价值评估公式中的因素之一，一般是正面因素，但是有时是负面因素。"

事实上，有很多种价值评估方法，那么，巴菲特为什么认为贴现现金流量模型是惟一正确的估值模型呢?

答案很简单：因为只有贴现现金流量模型才能比较准确地评估巴菲特所投资的持续竞争优势企业的内在价值。

正确的现金流量与贴现率

巴菲特认为："今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的，以适当的利率贴现的现金流入和流出。"① 也许你会因此认为巴菲特使用的内在价值评估模型与我们在财务管理课程学习的现金流量贴现模型完全相同。但实际上二者又具有根本的不同，这体现在两个最关键的变量即现金流量的计算方法和贴现率的标准选择上的根本不同。

首先，巴菲特认为通常采用的"现金流量等于报告收益减去非现金费用"的定义并不完全正确，因为忽略了企业用于维护长期竞争地位的资本性支出。

其次，巴菲特并没有采用常用加权平均资本成本作为贴现率，而应该采用长期国债利率，这是因为他选择的企业具有长期持续

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争优势。

计算自由现金流量的正确方法

巴菲特在伯克希尔1986年年报中以收购斯考特·费泽（Scott Fetzer）公司为例，说明按照会计准则（GAAP）计算的现金流量并不能反映真实的长期自由现金流量。他提出的所有者收益（owner earnings）才是计算自由现金流量的正确方法。巴菲特提出的所有者收益与现金流量表中根据会计准则计算的现金流量最大的不同是包括了企业为维护长期竞争优势地位的资本性支出。①

"所有者收益包括：（a）报告收益，加上（b）折旧费用、折耗费用、摊销费用和某些其他非现金费用，减去（c）企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的年平均资本性支出，等等。（如果这家企业需要追加流动资金维护其长期竞争地位和单位产量，那么追加部分也必须包含在（c）中。但是，如果单位产量不变，那么采用后进先出存货计价方法的企业通常不需要追加流动资金）"

每个看过企业现金流量表的投资人都会发现：根据会计准则编制的现金流量表中计算的现金流量数值，只是（a）加上（b），却没有减去（c）。巴菲特认为，现金流量表中的现金流量数值其实高估了真实的自由现金流量，他所提倡的所有者收益才是对企业长期自由现金流量的准确衡量。尽管由于年平均资本性支出只能估计，导致所有者收益计算并不精确，但大致的正确估计，远胜于精确的错误计算。

"由于（c）必定只能是估计，而且有时是一种极难做出的估计，所以，我们的所有者收益公式就不会产生根据会计准则编制的现金流量表中提供的名为精确实为欺骗的现金流量值。尽管存

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report．1986．

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个问题，但不论是对于购买股票的投资者们，还是对于购买整个企业的经理们来说，我们认为所有者收益数值，而不是根据会计准则计算的现金流量数值，才是与估值目的真正相关的项目。我们完全同意凯恩斯的观点：我宁愿模糊的正确，也不要精确的错误。”

“大多数企业经理人很可能不得不承认，在更长的时期中，仅仅是为了保持企业目前的单位产量和竞争地位，他们就需要在经营中投入比（b）更多的资金。如果存在这种增加投入的必要性，也就是说如果（c）超过（b），那么根据会计准则计算的现金流量收益就会大于所有者收益。这种夸大常常太过头。近年来，石油业已经出现了许多过于夸大现金流的事例。如果大部分大石油公司每年仅需支出（b）的话，那么按照实际情况将来它们的业务肯定会大大萎缩。”

“所有这些都表明，常常在华尔街的报告中提供的‘现金流量’数字是非常荒谬的。这些数字例行公事地包括（a）加上（b），但没有减去（c）。大多数投资银行家的销售手册上也有这种欺骗性的介绍。这些销售手册暗示正在出售的企业是一座商业金字塔，永远是最现代化的，而且永远不需要更新、改善或整修。实际上，如果所有发行上市的美国股份有限公司都通过我们一流的投资银行家进行股票销售，而且如果介绍这些公司股票的销售手册让人相信的话，那么，政府对全国厂房和设备开支的预算必须削减90%。”

“对于某些房地产企业或者其他初始支出巨大而后期支出很小的企业估值时，‘现金流量’的确可以作为一种反映收益能力的简捷方法。比如一家公司的财产仅有一座桥梁，或者是一座开采期特别长的油气田。但是‘现金流量’对于制造、零售、采掘和公用事业这类企业毫无意义，因为对它们来说（c）总是很大。当然，在特定年度这种企业能够递延资本支出。但是在5年或10年中，它们必须投资，否则企业就会垮掉。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“……公司或投资者相信评估一家企业的偿债能力时或对其权益进行估值时可以用（a）加上（b）而忽略（c）肯定会遇上大麻烦。”

“在斯考特·费泽公司和我们拥有的其他企业中，我们认为，以历史成本为基础的（b）——也就是不包括无形资产的摊销和其他收购价格调整——在数额上相当接近于（c）。（当然这两项并不完全一样。例如，我们在喜诗糖果上仅仅是为了保持我们的竞争地位，每年的资本化开支会超过折旧费用50万～100万美元。）我们对此深信不疑，这是我们将摊销费用和其他收购价格调整分列的原因，而且我们认为这里报告的是各个企业的收益而不是财务报表数值更接近于所有者收益的原因。”

“怀疑财务报表中的收益数值也许看起来有些不敬。毕竟，如果不是为了给我们提供企业的‘实情’，那么我们付钱给会计师是为了什么？但是，会计师的工作是记录，而不是估值。估值是投资者和经理人的工作。会计数据当然是企业的语言，而且为任何评估企业价值并跟踪其发展的人提供了巨大的帮助。没有这些数字，查理和我就会迷失方向：对我们来说它们永远是对我们自己的企业和其他企业进行估值的出发点。但是，经理人和所有者要记住，会计仅仅有助于经营思考，而永远不能代替经营思考。”

估计贴现率标准的正确方法

公司的内在价值就是未来现金流量的贴现，那么恰当的贴现率应该是多少？

贴现率是股票价值评估中非常重要的参数，其选择是否恰当将对评估结果和投资判断产生巨大的影响。关于贴现率（在学术研究中大多称为资本成本）存在非常激烈的争论，单单看看关于资本成本研究文献的巨大数量就会让你对财务学家的辛勤劳动产生崇高的敬意，也对其研究成果在投资中应用效果的微不足道产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生非常大的吃惊。

巴菲特选择了最简单的解决办法："无风险利率是多少？我们认为应以美国长期国债利率为准。"①

基于以下三个方面的理由，巴菲特的选择是简单有效的：②

巴菲特把一切股票投资都放在与债券收益的相互关系之中来看待。如果他在股票上无法得到超过债券的潜在收益率，那么，他会选择购买债券。因此，他的公司定价的第一层筛选方法就是设定一个门槛收益率，即公司权益投资收益率必须能够达到政府债券的收益率。

巴菲特并没有破费精力试图去为他研究的股票分别设定一个合适的、惟一的贴现率。每个企业的贴现率（资本成本）是动态的，它们随着利率、利润估计、股票的稳定性以及公司财务结构的变化而不断变动。对一只股票的定价结果，与其做出分析时的各种条件紧密相关。但是两天之后，可能会出现新的情况，迫使一个分析家改变贴现率，并对公司做出不同的定价。为了避免不断地修改模型，巴菲特总是很严格地保持他的定价参数的一致性。

如果一个企业没有任何商业风险，那么，他的未来盈利就是完全可以预测的。在巴菲特眼里，可口可乐、吉列等优秀公司的股票就如同政府债券一样毫无风险，因此，应该采用一个与国债利率相同的贴现率。

正确的现金流量预测

巴菲特在伯克希尔2000年年报中指出，永远不可能精确预测未来现金流量出现的时间与数量，因此只能进行保守的预测："显

① Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Report. 2000.

② ［美］蒂默西·韦克：《巴菲特怎样选择成长股》，中国财政经济出版社，2002年，第143页～144页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然，我们永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量，所以，我们试着进行保守的预测，同时集中于那些经营中意外事件不太可能会为股东带来灾难性恐慌的产业中。即便是如此，我们还是常常犯错，大家可能还记得我本人就曾经自称是相当熟悉集邮、纺织、制鞋以及二流百货公司等产业的家伙……要想预测未来现金流量出现的时间和数量这两个变量的具体数值却是一个非常困难的任务。想要使用这两个变量的精确值事实上是非常愚蠢的，找出它们可能的区间范围才是一个更好的办法。一般情况下，对这两个变量的估计结果往往是一个很大的区间范围，以至于根本得不出什么有用的结论。但是在某些偶然情况下，即使对未来树林中可能出现的小鸟数量进行最保守的估计，也会发现价格相对于价值太低了。[我们把这个现象称之为无效树丛理论（Inefficient Bush Theory）] 可以肯定的是，投资人要得出一个证据充分的正确结论，需要对公司经营情况有大致的了解，并且需要具备独立思考的能力。但是，投资者既不需要具备什么出众的天才，也不需要具备超人的直觉。另一个极端，有很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法提出小鸟确实会出现的证据，即使是在最宽松的假设下仍是如此，这种不确定性在考察新成立企业或是快速变化的产业时经常发生。在这种非常不确定的情况下，任何规模的投资都属于投机。”

巴菲特认为，防止估计未来现金流量出错有两个保守却可行的办法：能力圈原则与安全边际原则：“尽管用来评估股票价值的公式并不复杂，但分析师，即使是经验丰富且聪明智慧的分析师在估计未来现金流时也很容易出错。在伯克希尔，我们采用两种方法来对付这个问题。第一，我们努力固守于我们相信我们可以了解的公司。这意味着他们的业务本身通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂而产业环境也不断在变化，那么，我们就实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量，碰巧的是，这个缺点一点也不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的不是他到底知道什么，而是他们真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足可以保证盈利了。第二，亦是同等重要的，我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么，我们不会对买入产生兴趣。我们相信这一安全边际原则——格雷厄姆非常强调这一原则——是成功投资的基石。”①

6.4 三重价值分析：资产、盈利能力、成长性

没有一个能计算出内在价值的公式。你得了解这个企业。

——巴菲特

目前，关于价值评估的文献，大多数仅仅是对评估模型进行探讨，其实公司价值评估应该是一个系统分析过程。系统的价值评估过程包括：（1）对公司（股票）价值进行明确、统一的基本定义，这是价值评估的理论基础；（2）形成一个统一、全面的基本价值评估模型，这是价值评估的基本框架；（3）对模型输入变量，即价值驱动因素进行合理的预测，这是价值评估的基本前提。

根据企业资源基础理论，我们对以上三个方面进行深入的分析，形成了一个公司价值分析的基本框架，希望能对价值评估的理论研究和实务研究有所推动。

① Warren Buffett. Berkshire Hathaway Annual Report. 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业资源基础理论

企业资源基础理论认为，实现价值增值是企业生存和发展的前提，企业资源就是指那些有利于产生价值增值的资产。企业资源一般可分为两类：一是有形资源，主要是公司拥有的物质资源；二是无形资源，指那些并不以物质形式存在却能为企业产生盈利的资源，除了通常所说的无形资产外，公司组织、管理、技术、研发等方面的能力也可以归入无形资源。

长期以来，许多公司战略研究表明，公司在资源方面的优势是实现持续竞争优势的决定因素。企业持续竞争优势是指在较长的一段时间内，在竞争者所有的仿制能力均尝试之后，企业依靠其独特性的资源仍能够保持超出同行业其他企业的平均盈利水平。

对公司资源和持续竞争优势的研究最早可追溯到 20 世纪 20 年代，马歇尔曾把每个产业都看作由生产模型、专业知识等方面各不相同的企业组成。1984 年，沃纳菲特发表了“企业资源基础论”，这是 20 世纪 80 年代最有影响力的有关企业资源的论文，从此与企业资源理论相关的学术研究统称为“企业资源基础论”。其中影响较大的有伯格·沃纳菲特（Birger Wemerfet）、理查德·罗曼尔特（Richard Rumelt）、巴尼（Barney）、蒙哥马利（Montgomey）、迪瑞克斯（Dierickx）、库尔（Cool）等。1988 年，德姆塞茨（Harold Demsetz）提出企业知识基础论。1990 年，哈默（G. Hamel）和普拉哈拉德（C. K. Prahalad）在《哈佛商业评论》上发表了“核心竞争力”，从此关于企业能力的研究流行一时。其中较有影响的包括兰柯路易斯（Langlois）（1992）的“能力论”，福斯（Foss）（1993）的“核心能力论”，蒂斯（Teece）、匹萨诺（Pisano）、苏安（Shuen）（1990）的“企业动力能力论”，哈默和赫恩（Heene）（1994）的“企业能力基础竞争论”等。

企业资源基础理论的本质是要关注公司所具备的各种各样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资源，寻求使公司具有独特优势的资源特征。公司充分利用所拥有的与竞争对手相比具有独特性的重要资源，与其他资源合理配置形成了公司的核心能力，不断开发创造出公司的一系列核心技术和核心产品，使公司在长期内具有持续的竞争优势。

基于资源的股票内在价值定义

公司资源可以分为存量与流量两部分。资源存量是指公司现有的资源，资源流量是指公司利用所拥有的资源投入与进行组合形成提供给社会的新的资源产生之间的投入产出差额，也就是把公司购进的原材料加工成最终产品从而实现资源的价值增值。这些价值增值将以利润、现金和向顾客提供服务的方式表现出来。公司必须使其投入增值，即提高其资源所产生的价值增值，以保证公司的生存和发展。

股票的价值相当于公司整体价值的一部分，对股票的内在价值定义其实就是对公司价值的定义。

公司的价值与商品、服务的价值不同，公司是一个法人，拥有相当的资源并具有一定的价值，同时公司又在生产经营过程中对这些资源合理进行组合形成新的产品和服务等资源，创造了价值增值。因此，公司价值是公司资源存量价值和未来资源流量的价值增值之和。股东持有的股票价值等于根据股权比例股东享有相应比例的公司价值。

从股票的本质分析，股票代表了股东根据持有的股份比例享有的对公司现有资源存量及未来资源流量的所有权，因此，所有股票的价值包括公司现有资源存量的价值及未来资源流量实现的价值增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要价值评估模型

通过对公司的基本面分析，进一步进行公司价值评估，这一过程是根据价值评估模型进行的，价值评估模型建立了价值分析的基本框架。不同的模型采用不同的价值驱动因素，相应需要分析不同的公司信息，从而预测这些价值驱动因素的未来数值，来作为模型输入变量。

◆ 最基本的价值评估模型

根据资源基础理论，公司价值等于公司资源存量和流量的价值之和，相应地，我们可以确定价值评估的基本模型如下。

根据我们前面对股票价值的定义，股票价值评估的基本模型是：

公司价值＝公司当前价值＋公司未来价值增加值

＝公司资源存量价值＋公司资源流量价值

大多数价值评估模型过分强调公司流量价值，其实在价值评估中应该对公司资源存量与流量分析同样重视。有趣的是，在我们所见的大多数价值评估模型中，都不包含公司初期的价值，只有对公司未来收益或现金流创造的价值。看来学术界也容易忘了企业发展的基本资源，把一切寄托在可能并不可靠的未来盈利上。

在价值评估中，首先要分析资源存量价值，存量是流量的基础。资源存量分析是对公司现有资源的价值分析。在资源存量分析时，当然要进行数量分析，但对资源价值影响最大的是资源的质量。

在资源流量分析时，第一，明确资源流量价值增加值，是在资源产出扣除资源投入后实现的价值增值。第二，对公司现在价值增值的可持续性进行分析，以确定资源流量价值的稳定性，第三，对公司价值增值的成长性进行分析，以确定资源流量的变化趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆股票与债券的价值评估模型比较

股票是在债券的基础上产生的，股票价值评估是在债券价值评估的基础上发展起来的，显然两者的价值评估之间存在很大的相似性。

格雷厄姆和多德在《证券分析》中认为，股票投资技巧与债券投资技巧有很大的相似性。“一个普通股的投资者有理由认为自己所处的地位与一个二流债券购买者的地位非常接近；从本质上讲，他购买普通股的行为相当于牺牲一定程度的安全性，以换取高额收益。”①

巴菲特也对股票和债券的价值评估进行了比较，他认为：“任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余期间能够期望产生的，以适当的利率贴现的现金流入和流出，所以，股票和债券的价值评估方法一样。即使如此，两者之间有一个非常重要的，也是很难对付的差别：债券有确定未来现金流的息票和到期日，至于股权，投资分析师则必须自己估计未来的‘息票’(coupon)。”②

总结以上分析可以发现，股票与债券的主要区别在于它们的“息票”的不同。股票相当于息票难以预测的债券。作为公司价值的一部分，股票的息票相当于股东根据其股权比例所享有的部分未来公司资源流量价值增值。

◆主要价值评估模型比较

目前，已出现了许多的股票价值评估模型。在股票估值研究中，传统的价值评估模型主要是现金流量贴现模式，但最近出现的许多现代价值评估模型如 EVA、CFROI、SVA 等，重点考察经济利润，并参考特定的经济因素，如价值驱动因素、竞争优势持

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 314 页。

② ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 108 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续期等。这些模型实际上是预测来自经营活动的会计上可度量的收入或价值增加值，其基本原理相同，形式相近，只在解释价值如何增加方面，即计算资源流量价值方面有所不同。目前，在理论和实务中主要价值评估模型在评估资源流量价值方面有以下几种：

（1）红利贴现模型：根据未来预期股东红利进行贴现计算未来股东价值增加值。

（2）权益现金流贴现模型：根据未来预期可向股东提供的现金流进行贴现计算未来股东价值增加值。

（3）自由现金流贴现模型：根据未来预期自由现金流进行贴现计算公司整体价值增加值，扣除债务价值后计算股东价值。

（4）调整后现值模型：调整后现值模型与自由现金流贴现模型基本相同，惟一的不同是通过对预计税收节减额折现值来估算公司从利息支付中所获得的节税收益。

（5）经济利润模型：根据公司每年创造经济利润的现值计算公司价值增加值。

（6）剩余收益模型：根据未来经营活动产生的剩余收益的现值之和计算公司价值增加值。

由于有太多的文献介绍和分析以上模型，我们在此不再多加分析。以上价值评估模型的理论基础是完全相同的，都等于本金加上未来价值增值的现值之和，与公司价值评估的基本模型（公司价值 = 资源存量价值 + 资源流量价值）是完全一致的。惟一的不同在于对资源流量价值的计算不同，分别采用红利、权益现金流、自由现金流、经济利润、剩余收益等指标来进行计算。

基于资源的基本价值驱动因素

价值评估模型只是为价值评估提供了一个基本公式，真正确定价值评估准确性的是模型的输入变量的准确性。而决定模型输

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入变量的是影响公司价值的各种因素，即公司价值驱动因素。

同一家公司的价值，无论用什么样的模型进行价值评估，结果应该是大致相同的，所以，决定价值评估结果准确性最关键的不是模型，而是用来确定输入变量数值的价值驱动因素的未来预测值的准确性。

影响公司价值的驱动因素非常多，但不同的因素对公司价值的影响程度不同，那些影响很大而在价值中需要特别重视的就是关键价值驱动因素。

那么，我们应该关注哪些最关键的价值驱动因素呢？

格雷厄姆和多德指出，在普通价值评估中，所考察的因素可分为三大类："股息率及其记录、损溢因素（盈利能力），资产负债表因素（资产价值）。"① 格雷厄姆和多德在《证券分析》中认为，由于股息分配的随意性和管理层操纵等因素，使通过股息进行股票价值分析有很大的不确定性。② 因此，他们重点分析公司股票价值评估的资产因素和收益因素。因此，在格雷厄姆和多德对价值驱动因素分析的基础上，结合资源基础理论，我们认为最关键的三个价值驱动因素是：资产价值、盈利能力、成长性。资产价值代表了公司资源的存量价值，盈利能力和成长性代表了公司资源流量形成的价值增值的持续性和变化趋势。

◆资产价值

格雷厄姆和多德认为，资产价值分析是股票投资价值分析的基础，能够告诉投资者其买入股票所投资的金钱实际上"换来了多少有形资源"③。其实公司资产价值代表了公司资源存量价值，

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 335 页。

② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 342 页。

③ ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 525 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司资产是公司盈利能力的基础。

在进行资产价值分析时，当然首先要进行资产数量分析，但对资产价值影响最大的是资产的质量，即资产的盈利能力。那么，对资产价值的分析就包含了对盈利能力的分析，资源存量分析本身就包含了流量分析，形成了公司价值的重复计算。对此，我们将资产价值定义为其重置成本或拍卖价值。因为资产本身并没有盈利能力，是各种在公司内部通过管理合理组织形成的盈利能力。公司的盈利能力从根本上来自于公司的组织能力。

在资源流量分析时，必须要明确的是资源流量价值增加值，是在资源产出扣除资源投入后实现的价值增值。为了方便分析，我们把公司资源流量形成的价值增值能力分为两部分，一部分是由原有投资形成的公司可持续盈利能力，另一部分是公司正在投入的以及未来增加投入的资本所形成的公司未来持续盈利能力。首先，要对基于历史投资形成的公司现在价值增值能力的可持续性进行分析，以确定资源流量价值的稳定性，我们称之为盈利能力分析。其次，是对基于新增加的投资形成的公司价值增值能力进行分析，以确定资源流量价值的变化趋势，我们称之为成长性分析。

◆盈利能力

格雷厄姆和多德对盈利能力进行了如下定义："在投资理论中，盈利能力的概念具有明确的和重要的地位。它包含了对数年间实际获得的收益的描述，以及认为除非出现特别情况，否则近似于此的收益将在未来继续出现的合理预期。"①

格雷厄姆和多德指出，盈利能力的计算应是"平均收益"，即根据过去较长一段时期内实际获利的收益的平均数形成的未来平均收益预期。这种平均收益并非简单的算术平均，而是"具有正

---

① [美] 本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 451 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常或众数意义的平均值，其内涵在于每年的经营结果具有明确的接近这个平均值的趋势”①。这种基于长期平均收益的盈利能力比当前收益更能反映公司长期价值创造能力。

格雷厄姆认为，“普通股的投资价值取决于反映该股票盈利能力的一定系数。盈利能力是指未来预期的平均收益。盈利能力概念综合考虑了股票在不同年份好的和差的收益的数值。因此至少在理论上，基于盈利能力的普通股的价值或内在价值既不会因经济萧条时收益下降而下降，也不会因经济繁荣时收益提高而提高，其价值变化只是与盈利能力未来长期的发展相联系。”②

简而言之，公司盈利能力是根据公司在过去一个或几个商业周期内的平均收益进行计算，其推测依据是公司历史投资所产生的未来长期平均收益也将趋近于过去长期平均收益水平。但需要说明的是，盈利能力只是一个平均值，并不是说公司每年盈利都很接近这一数值，从而每年盈利水平的变化趋势是一条近似水平的直线。其实在长期内，公司每年盈利水平的变化趋势是一条起伏的曲线，但具有持续稳定盈利能力的公司盈利波动会围绕一条相对平缓的直线上下波动，这就是其长期盈利水平的平均水平，代表了公司的持续盈利能力。

◆成长性

成长性即格雷厄姆和多德所说的“收益变化趋势”或“收益趋势”③。在对盈利能力进行分析时，格雷厄姆和多德重点分析比较了公司的“平均收益与收益趋势”，他们认为，在收益记录分析中，一个重要的原则是，平均值和趋势二者对于未来收益的意义和重要性是不同的。平均收益与收益趋势相比，是更为可靠的指

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第452页。

② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第231页。

③ ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第318页、323页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标，公司价值评估应建立在往年收益平均值的基础之上。公司收益增长趋势必须加以考虑，但应该态度谨慎地进行分析。竞争和商业周期等因素会使这种收益增长趋势难以肯定会在未来持续下去，因此具有很大不确定性的收益增长趋势和股票价格之间没有必然的联系。

盈利能力是由公司原来投资形成的历史长期平均盈利能力，而成长性是由公司追加投资形成的预期新增加的、超过历史平均水平的未来盈利能力，其前提是投资收益率超过投资成本。这里的投资是形成新增生产能力的投资，而不是为了保持原有生产水平的维持性投资。

但需要说明的是，成长性表示公司盈利水平具有持续增长的趋势，并不是说公司每年盈利都以基本相同的比例不断增长，从而每年盈利水平的变化趋势是一条上升的直线。其实在长期内具有成长性的公司每年盈利水平的变化趋势是一条在起伏中不断上升的曲线，其成长性体现在每个商业周期的平均盈利都会显著超过上个商业周期的平均盈利水平。

公司盈利能力和成长性的关系如图 6.1 所示。

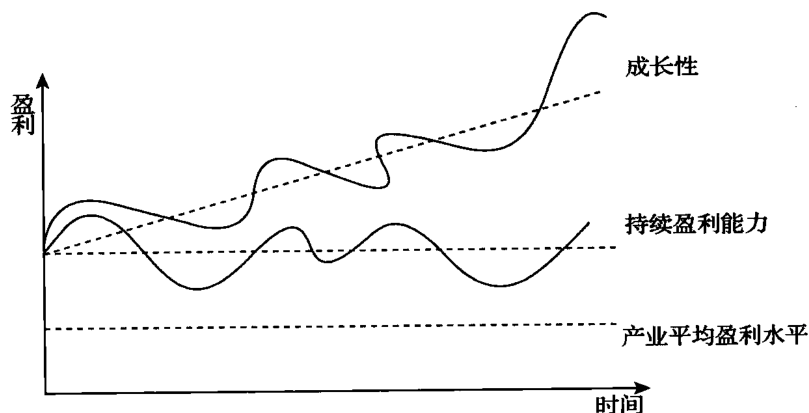


图 6.1　公司盈利能力和成长性的关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于公司资源的公司三重价值评估模型

根据以上我们分析的三个关键价值驱动因素，结合价值评估模型,我们可以对公司进行三重价值分析：资产价值、盈利能力价值、成长性价值，从而形成一个公司三重价值评估模型。

◆基于现金流量的公司三重价值评估模型

根据基于自由现金流量的价值评估模型：当企业在预测期限后进入竞争均衡状态时，公司盈利水平与 WACC（加权平均资本成本）持平，公司价值不再增长。这时模型简单化为：

$$V = V_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^n}$$

式中：V_0 = 公司初期的价值；FCF_t 为第 t 年的自由现金流量；WACC 为资本加权平均成本。

◆公司净资产价值

当公司预测期内没有竞争优势，其现金流量与维持公司正常经营和资本性支出的现金流出持平，公司未来自由现金流量0，即：

$$V = V_0$$

◆公司盈利能力价值

当公司预测期内具有持续竞争优势，其现金流量在维持公司正常经营和资本性支出的现金流出后仍有持续的、稳定的自由现金流量，公司未来预测期内自由现金流量与历史长期平均水平基本持平，为稳定的 FCF_0，公司具有持续盈利时的价值为：

$$V = V_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_0}{(1+WACC)^n}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆公司成长性价值

公司成长性创造的价值等于预测期内自由现金流量增加部分的折现价值。

为简便起见，假设自由现金流量是每年以固定的比率增加的，增长率为 g_n。公司具有成长性时的价值为：

$$V = V_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCF}_0 \times (1 + g_n)}{(1 + \text{WACC})^n}$$

$$= V_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCF}_0}{(1 + \text{WACC})^n} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCF}_0 g_n}{(1 + \text{WACC})^n}$$

= 公司资产价值 + 公司盈利能力价值 + 公司成长性价值

根据以上分析，公司价值等于公司资产价值、公司盈利能力价值、公司成长性价值之和，这三种价值构成了一个公司价值金字塔（如图 6.2）。

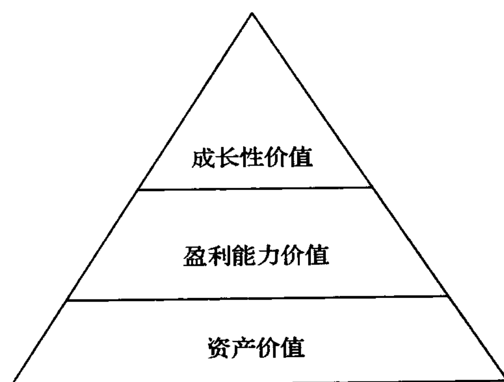


图 6.2　公司价值金字塔

需要说明的是，我们的以上分析只是提供了一个基本分析框架，并不是一个适用于不同的企业和不同的情况的完美的分析系统。正如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特所说："没有一个能计算出内在价值的公式。你得了解这个企业（即你得了解打算购买的这家企业的业务）。"① 格雷厄姆认为，具有积极意义或者说是科学的价值评估，"只存在于一些普通特例的研究过程中。"②

事实上，根本不存在一个能够对所有企业的价值进行准确评估的万能系统，真正决定价值评估质量的是在对企业长期历史记录的分析的基础上对未来经营的长期预测。这需要对企业持续价值创造能力进行深入的分析，分析框架并不能自动告诉我们企业的未来。价值评估模型本身是一种科学，但作为模型输入变量的公司未来盈利能力的长期预测却是一种艺术。每个人都可以很快地学习到同样正确的估值模型，但要掌握对公司长期盈利能力的预测艺术则需要很多实践经验的积累。

巴菲特指出，在进行股票价值评估时必须同时进行定量与定性分析。"当以投资目的来评估证券与企业的时候，总是需要同时将定性与定量因素参酌考虑。举一个极端的例子，一位以定性为导向的分析师说：'买这家正点的公司（有良好的前景、产业状况与管理绩效），股价会自己照顾自己。'相反，定量因素的发言人则会说：'就以那个正点的价格买进，这家公司（以及这档股票）自己照顾自己。'有趣的是，在证券市场当中，不管采用哪一种观点都可以赚钱。当然，所有的分析师都在某种程度上混用了上述两种方式。他之所以被归类为某种门派，是因为他在做决定时，对不同因素相对比重有认识上的差异，而不是采用某一组因素之后，就完全摒弃其他因素。"③

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第106页。

② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999年，第308页。

③ ［美］珍妮特·洛尔著，简丰敏译：《价值投资胜经》，华夏出版社，2000年8月第1版，第119页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇　价值投资实践：大师的投资艺术

第7章~10章对格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇四位最有影响力的价值投资大师各自不同的投资风格及其经典投资案例进行了系统的分析总结，做到了基本原理、核心操作与具体实践的紧密结合，大师的投资策略本质上都与价值投资的科学基本原理相符合，其非常不同的风格则代表了价值投资的艺术性。这些大师将价值投资的科学性与艺术性的完美结合，正是他们数十年长期持续战胜市场的根本原因。

第7章　格雷厄姆：廉价股价值投资策略之父

证券投资业没有格雷厄姆就如同共产主义没有马克思，原则性将不复存在。

——纽约证券分析协会

所有价值投资策略最终要归根于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的思想。纽约证券分析协会强调格雷厄姆“对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要”。格雷厄姆“给这座令人惊叹而为之却步的城市——股票市场绘制了第一张可以依赖的地图，他为股票投资奠定了方法论的基础，而在此之前，它与赌博这门伪科学毫无差别。证券投资业没有格雷厄姆就如同共产主义没有马克思，原则性将不复存在”。①

按照投资操作的6个基本步骤，根据格雷厄姆的有关论述，我们将投资策略逐一总结为6个基本原则：选择目标企业的廉价股原则、价值评估的内在价值原则、分析市场价格的“市场先生”原则、确定买入价格的安全边际原则、分配投资比例的分散投资原则、确定持有期限的两年原则。

巴菲特认为，格雷厄姆投资策略中的内在价值原则、“市场先生”原则、安全边际原则则成为价值投资策略的基础。

巴菲特说：“我认为，格雷厄姆有三个基本的思想，这足以作为你投资智慧的根本。我无法设想除了这些思想观点之外，还会有什么思想能够帮助你进行良好的股票投资。这些思想没有一个是复杂的，也没有一个需要数学才能或者类似的东西。格雷厄姆说你应当把股票看做是公司的许多细小的组成部分。要把市场波动看做你的朋友而不是敌人，投资盈利有时来自对朋友的愚忠而非跟随市场的波动。而且，在《聪明的投资人》的最后一章中，格雷厄姆说出了关于投资的最为重要的词汇‘安全边际’。我认为，格雷厄姆的这些思想，从现在起直到100年之后，将会永远成为理性投资的基石”。②

---

① ［美］罗杰·洛文斯坦：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年，第44页。

② Warren Buffett: Lecture at Society of Security Analysts, December 6, 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.1 格雷厄姆的投资成就：华尔街教父

本杰明·格雷厄姆1894年5月9日出生于伦敦，不久随父母移居纽约。从布鲁克林中学毕业后，格雷厄姆考入哥伦比亚大学。1914年，格雷厄姆以荣誉毕业生和全班第二名的成绩从哥伦比亚大学毕业。1914年夏天，在卡贝尔校长的力荐下，格雷厄姆来到纽伯格－亨德森－劳伯公司做了一名信息员，在华尔街的工作使格雷厄姆开始全面熟悉证券业的一整套经营管理知识和实际运作方法。尽管格雷厄姆未受过正式的商学院教育，但这种源自亲身实践的经验，为他将来的发展打下了极为坚实的基础。

公司老板纽伯格经过仔细观察，发现格雷厄姆拥有良好的文学修养和严谨的科学思维以及渊博的知识，蕴藏着巨大的潜力与才干。在不到三个月的时间里，他就被升职为研究报告撰写人。不久，格雷厄姆就又被提升为证券分析师。升任证券分析师是格雷厄姆一生事业的真正开始。

初露锋芒

当时，人们习惯以道氏理论和道·琼斯指数来分析股市行情，而对单一股票、证券的分析尚停留在较为原始、粗糙的阶段。格雷厄姆透过那些上市股票、债券公司的财务报表，以及对那些公司资产的调查研究发现，上市公司为了隐瞒利润或在债权清理时逃脱责任，常常千方百计地隐瞒公司资产，从而可以通过发布消息来控制股价的涨跌，股市完全在一种几乎无序而混乱的状态下运行。

1915年9月，格雷厄姆注意到一家拥有多家铜矿股权的矿业开发公司——哥报海姆公司，该公司当时的股价为每股68.88美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。格雷厄姆在经过详尽分析后发现了该公司尚有大量的不为人知的隐蔽性资产，他建议纽伯格先生大量买进该股票，当1917年1月哥报海姆公司宣布解散时，格雷厄姆的投资回报率高达18.53%。

格雷厄姆作为证券分析师，因其对投资股票的准确判断而开始在华尔街声名鹊起，于是他应一些亲戚、朋友之邀开始尝试为一些私人做投资。1920年，格雷厄姆又荣升为纽伯格-亨德森-劳伯公司的合伙人。他继续通过实践积累更多的经验。随着他的一个又一个辉煌的胜利，他的投资技术和投资理念日渐成熟。

格雷厄姆将期权买卖交易运用到规避投资风险上，为自己的投资组合设计了一整套系统保险方案，为那些时刻担心自己的投资会因证券市场的变幻莫测而损失殆尽的投资者提供了妥善的保值措施，格雷厄姆也因此在华尔街树立起了自己独特的信誉。

格雷厄姆-纽曼公司

1923年年初，格雷厄姆离开了纽伯格-亨德森-劳伯公司，决定自立门户。他成立了格兰赫私人基金（the Grahar Corporation），资金规模为50万美元。格兰赫基金运作一年半，其投资回报率高达100%以上，远高于同期平均股价79%的上涨幅度，但由于股东与格雷厄姆在分红方案上的意见分歧，1925年，格兰赫基金最终不得不以解散而告终。格雷厄姆接着成立了格雷厄姆联合投资账户（Benjamin Graham Joint Acwunt）继续进行投资管理。1925年~1928年，他的年均投资收益率高达25.7%。

在经营格兰赫基金期间，格雷厄姆意外地遇到了他的最佳黄金搭档——杰诺姆·纽曼（Jerry Newman），纽曼具有非凡的管理才能，能够高效有序地处理各种繁杂的事务。格雷厄姆和纽曼组建了新的投资合伙公司——格雷厄姆-纽曼公司，格雷厄姆负责最核心的分析和投资策略，纽曼负责处理与投资有关的各种具体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事务。格雷厄姆基本而理性分析的沉稳性，加上股市猎手超常的洞察力和嗅觉，使新基金投资业绩十分突出。

格雷厄姆－纽曼公司在格雷厄姆正确的投资策略下，其投资报酬率每年都维持在30%以上，远远高于同期道·琼斯工业指数的上涨速度。但格雷厄姆的骄人业绩既非来自恶意的炒作，又非来自幕后的操纵，而完全是靠他的知识和智慧。他已将证券投资从原始交易的混沌中，提升到一个依靠理性和技术分析确定投资方向并进而获利的新层面上。

格雷厄姆在处理投资项目的同时，不断地在投资刊物上发表关于财经问题的文章，文章内容几乎涵盖了整个投资领域。文章文字精练，且有独到的见解，深受读者好评。格雷厄姆试图通过在实践中对投资市场的观察、研究、分析，得出投资市场的规律性结论。为了便于将自己的观点形成理论，格雷厄姆决定开山立说，在其有关投资理论的讲授中整理、完善自己的理论。

格雷厄姆选择在自己的母校哥伦比亚大学开设“高级证券分析”讲座，讲授如何运用价值指标、盈利指标、财务指标、债务指标、背景情况来对一个公司的资产、价值、财务状况等方面进行评估，确定公司股票的投资潜力和投资风险。这些内容已涉及了格雷厄姆学说的基本方面，实际上他的证券分析理论框架已粗具雏形。

格雷厄姆的证券分析讲座使许多人受益良多，他在投资理论方面的真知灼见获得热烈的反响，他的影响也从此开始走出华尔街，向社会上扩散。

格雷厄姆在开设讲座期间，其证券业务更加红火，格雷厄姆－纽曼基金以及由他掌控的私人投资更是财源滚滚。这些都使格雷厄姆踌躇满志，准备大干一场。但他根本没想到有史以来最大的一次股市大崩盘却几乎让他倾家荡产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

濒临破产

到1929年初，美国华尔街股市的年平均股价已比1921年上涨了5倍。屡创新高的股市吸引了大量投资者的目光，人们不顾一切地涌入股票市场，股票市场成了一种狂热的投资场所。股票价格直线上升，成交金额不断创出新高。

1929年9月起股市持续暴跌，几天内股价平均下跌一半以上。10月29日，在这个恐怖的“黑色星期二”，股市损失了140亿美元，华尔街股市彻底崩溃。

格雷厄姆虽然在他的投资组合中已采取了相应的避险策略，使他的投资在股灾初起时比别人损失少得多，但由于他没有意识到问题的严重性，并未及时从股市中撤离，反而逆市操作，连续使用卖空、买空等多种手法进行避险，从而越陷越深，难以自拔，最终遭到毁灭性的打击。幸亏纽曼的岳父艾理斯·雷斯及时向格雷厄姆-纽曼基金投入7.5万美元，才使格雷厄姆暂时避免了破产的厄运。

重创辉煌

格雷厄姆凭着对客户的忠诚、坚忍的性格和对操作方法的不断修正，到1932年底终于开始起死回生。格雷厄姆-纽曼基金的亏损也渐渐得到了弥补。但这次股市大崩溃还是给格雷厄姆留下一个深刻的教训和经验：时刻注意规避高风险。在以后的每笔投资中，他总是尽可能追求最高的投资报酬率，同时保持最大的安全边际。正如他日后对此所做的比喻：“桥牌专家在意的是打一局好牌，而不是大满贯。因为只要你打对了，终究会赢钱，但若你弄砸了，便会准输无疑。”

1937年开始的股市下跌是有史以来持续时间最长的一次（5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年)，而格雷厄姆－纽曼公司仍然在这个停滞阶段应付自如。格雷厄姆根据熊市的情况对自己的方法做了些调整，改变了财务分析中的侧重点，最终，萧条的结束时期为他带来了巨大的机会，买进了许多被市场严重低估的证券。20 世纪 40 年代末还出现了一次熊市时期，不过下降幅度很小、持续时间也不长。朝鲜战争使股市重新崛起，开始了新一轮的狂涨浪潮。此时，对廉价股票的投资已经成熟，这种丰厚的利润使格雷厄姆－纽曼公司在 20 世纪 40 年代和 50 年代保持了繁荣的势头。

随着格雷厄姆操作策略和技巧的日益精熟，格雷厄姆再也不会犯与 1929 年同样的错误了。当格雷厄姆发现道·琼斯工业指数从 1942 年越过历史性的高位之后，即一路攀升，到 1946 年已高达 212 点时，他认为股市已存在较大的风险，于是将大部分的股票获利了结，几乎完全退出市场，从而躲过了 1946 年的股市大灾难。

格雷厄姆认为，一个真正成功的投资者，不仅要有面对不断变化的市场的适应能力，而且需要有灵活的方法和策略，在不同时期采取不同的操作技巧，以规避风险，获取高额回报。格雷厄姆在股市投资中坚持不懈地奉行自己创立的理论和技巧，并以自己的实践证明了其理论的实用性和可操作性。

三大名著

格雷厄姆在华尔街惨遭重创、苦苦支撑、重创辉煌的经历，却让他的关于证券分析理论和投资操作技巧日渐成熟。

格雷厄姆在纽约金融学院和哥伦比亚大学讲学的过程中逐渐整理了自己的思想，并一遍遍地检验自己创立的理论。1934 年底，格雷厄姆终于完成他酝酿已久的《证券分析》这部划时代的著作，并由此奠定了他作为一位证券分析大师和“华尔街教父”的不朽地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书在长达60年的时间里共发行了5版，计有百万册，充当了无数美国最杰出投资家的启蒙教程，再加上本杰明·格雷厄姆与戴维·多德两人在华尔街创下的不朽业绩，使得《证券分析》一书成为投资方面有史以来最有影响力的著作。从它于1934年问世以来。至今仍是人们最为关注的书籍，被誉为投资者的《圣经》。

格雷厄姆的《证券分析》首次统一和明确了“投资”的定义，区分了投资与投机：“投资是一种通过认真分析研究，有指望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机。”

格雷厄姆的《证券分析》提出了普通股投资的数量分析方法，解决了投资者的迫切问题，使投资者可以正确判断一只股票的价值，以便决定对一只股票的投资取舍。在《证券分析》出版之前，尚无任何数量分析选股模式，格雷厄姆可以称得上是运用数量分析法来选股的第一人。

《证券分析》书中所阐述的计量分析方法和价值评估法使投资者少了许多的盲目，增加了更多的理性成分。这本著作一出版就震惊了美国和华尔街的投资者，一时之间，该书成了金融界人士和投资界人士的必读书目。

在格雷厄姆赢得巨大声誉的同时，他所负责运作的格雷厄姆－纽曼公司也开始进入一个新时代。

1936年，格雷厄姆又出版了他的第二本著作《财务报表解读》。它和《证券分析》一样长期受到欢迎，只是现在却逊色很多了。正确地解读公司的财务报表将使投资者更好地理解格雷厄姆的价值投资法，格雷厄姆试图通过该书引导投资者如何准确有效地阅读理解公司的财务报表。格雷厄姆认为，要想准确地判断公司的内在价值就必须从公司的财务报表入手，对公司的资产、负债、周转金、收入、利润以及投资回报率、销售净利率、销售增长率等进行分析。虽然没有刻意安排，《财务报表解读》仍然可以视为《证券分析》的一个非常简单的缩写本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继《财务报表解读》之后，格雷厄姆又于1942年推出了他的又一部引起很大反响的力作《聪明的投资人》（The Intelligent Investors）。这本书虽是为普通投资者而写，但金融界人士也深为书中的智慧光芒所倾倒，是一本必不可少的投资参考书。由于流传的范围特别广泛，这本书在证券分析界获得了更高的声誉和地位。

急流勇退

1956年，虽然华尔街仍处于上升趋势之中，但格雷厄姆却感到厌倦了，他决定退休。格雷厄姆在华尔街工作了42年，独立管理资金长达33年。格雷厄姆－纽曼公司存在的历史只有20年，但他和纽曼合作管理投资资金的历史却已有30年了。

由于找不到合适的人接管格雷厄姆－纽曼公司，格雷厄姆－纽曼公司不得不宣布解散。格雷厄姆在解散公司之后，选择加州大学开始了他的执教生涯，他想把他的思想传播给更多的人。

而格雷厄姆的退休并没有削弱他在华尔街的影响力。他依靠自己的经验和智慧所创建的价值投资策略影响了一代又一代的投资者。他的一大批学生，如沃伦·巴菲特等人继而成为一个又一个杰出的投资大师，继续将格雷厄姆的价值投资策略发扬光大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.2 格雷厄姆的投资策略：寻找廉价股

格雷厄姆的这些思想，从现在起直到 100 年之后，将会永远成为理性投资的基石。

——巴菲特

按照投资操作的 6 个基本步骤：选择目标企业、评估内在价值、分析市场价格、确定买入价格、分配投资比例、确定持有期限，经过对格雷厄姆有关投资策略的论述的收集整理，我们将其投资策略逐一总结为 6 个基本原则。这些原则后来对巴菲特长期投资策略的形成有很大的影响。

格雷厄姆选择股票的廉价股原则：不考虑公司业务和管理，只关心根据财务标准其股票是否廉价

格雷厄姆惟一关心的是公司的股票价格相对于其内在价值是否非常廉价，他根本不考虑公司产业的差别。“我们的方法看似简单得让人不敢置信，既没有经济周期或大盘走势的预测，也没有选定特别的产业或公司，我们只是不考虑产业差别，一视同仁地单纯以股票的吸引力作为评估标准”。①

格雷厄姆对管理分析毫不重视，因为他认为当前“对管理层

① ［美］珍妮特·洛尔：《价值投资胜经》，华夏出版社，2000 年，第 124 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的能力测试的方法很少，而且远不够科学”。“在华尔街，人们经常广泛讨论这个问题，但对实际几乎没有真正的帮助。考虑到客观的、定量的、合理可靠的管理能力测定方法被发明和应用，这个因素才能够透过迷雾被看到”。①

格雷厄姆订出了一套价值低估股票的10条标准，只要符合下面10个标准当中的7个，就是价值被低估且有相当安全边际的股票：②

- 该公司获利与股价之比（市盈率的倒数）是一般AAA公司债券收益率的2倍。
- 这家公司目前的市盈率应该是过去5年中最高市盈率的2/5。
- 这家公司的股息收益率应该是AAA级公司债券收益率的2/3。
- 这家公司股价应该低于每股有形账面资产价值的2/3。
- 这家公司的股价应该低于净流动资产或是净速动资产清算价值的2/3。
- 这家公司的总负债低于有形资产价值。
- 这家公司的流动比率应该在2以上。
- 这家公司的总负债不超过净速动清算价值。
- 这家公司的获利在过去10年来增加了1倍。
- 这家公司的获利在过去10年中的2年减少不超过5%。

格雷厄姆价值评估的内在价值原则：有事实作为根据的价值

格雷厄姆强调证券的价值是内在的，将其称为“内在价值”

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第164页。

② ［美］珍妮特·洛尔：《价值投资胜经》，华夏出版社，2000年，第117页～118页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(intrinsic value)。他在其名著《证券分析》中指出："证券分析家似乎总是在关注证券的内在价值与市场价格之间的差距。但是，我们又必须承认，内在价值是一个非常难以把握的概念。一般来说，内在价值是指一种有事实——比如资产、收益、股息、明确的前景——作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。"①

格雷厄姆认为，内在价值并不等于账面价值，即经过合理计算的公司净资产价值。"这种观点毫无实际意义，因为公司的平均收益、平均市场价格都是由公司内在价值，而不是由账面价值决定的。"②

格雷厄姆也不认为内在价值是由公司盈利能力决定的。"然而'盈利能力'必然意味着对未来结果的预期。但根据过去的收益数字是无法估算出未来收益的，即使是预示未来收益是呈上升还是下降都不可能。必须有足够的证据表明收益平均数或上升下降趋势能够可靠地保持到未来。经验证明这种做法并无可取之处。也就是说，表示为某一明确数字的'盈利能力'这个概念，以及由此衍生出来的内在价值概念——它和前者一样是明确的和可计算的——不能作为证券的通用前提。"③

格雷厄姆和多德指出，"在普通价值评估中，所考察的因素可以自然地划分以下为三大类：股息率及其记录、损益因素（盈利能力），资产负债表因素（资产价值）"④。格雷厄姆和多德在《证券分析》中认为，由于股息分配的随意性和管理层操纵等因素，使通过股息进行股票价值分析有很大的不确定性。⑤ 因此，他们重点分析公司股票价值评估的资产因素和收益因素。

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 4 页。
② ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 4 页。
③ ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 4 页。
④ ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，第 335 页。
⑤ ［美］本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，第 342 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据格雷厄姆早年的做法，他主要通过分析公司的资产状况，对公司股票的资产价值进行估价，选择那些价格低于资产价值（净有形资产价值）的股票。虽然后来在探索公司内在价值的过程中，格雷厄姆把焦点转移到盈利价值方面，但对他来说，资产负债表仍是股票价值分析的基础，股票的资产价值仍是其选择股票取得长期超额利润的基石。格雷厄姆主要采取基于公司资产价值的策略，与其所在的时期有关，大萧条造成了许多股票以低于资产价值的价格出售。

1942 年 6 月，格雷厄姆在《福布斯》开辟了第一个投资专栏。他在文章中指出，在纽约证交所上市的股票中，大约有 30% 的交易价格低于公司净流动资本，有些甚至低于现金资产的价值。也就是说，如果投资人买进这些公司所有股票，并进行清算，可获得大笔利润。这些文章广为流传，有效地刺激了投资者对市场的信心，带动市场强劲复苏。①

格雷厄姆分析股市波动的“市场先生”原则：短期的投票机与长期的称重机

金融证券的价格受一些影响深远但又变幻莫测的因素的支配。格雷厄姆形象地把这种影响证券价格的非人力因素称为“市场先生”。他在《聪明的投资者》中讲述了关于市场先生的精彩寓言：

“假设你拥有某一私营企业1 000美元的小额股份。你的一个同伴，不妨称为‘市场先生’，非常乐于助人，每天告诉你关于他对你的股份价值的判断，并根据他的判断提出建议购买你的股份或者卖给你另外一些股份。有时你根据自己对该公司业务发展和前景的分析，会觉得他的想法好像是合理和正确的。但是，更多的情况是，他过于兴奋或过于忧虑，以至于有时让你甚至觉得他

① ［美］珍妮特·洛尔：《价值投资胜经》，华夏出版社，2000 年，第 143 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的建议有些愚蠢。”

“如果你是一个自信的投资者和明智的商人，你会让‘市场先生’每天的意见来决定你对自己1 000美元股份的看法吗？在你同意他的想法时，或者你想和他做交易时，或者当他报给你一个高得不可思议的价格时，你可能会很高兴把股价出售给他。而当他报出一个极低的价格时，你可能也会同样乐意从他那里购买一些股份。但其他时候，你将更加明智地根据公司关于其运营和经济状况的报告来形成自己的判断。”

“真正的投资者，当他拥有流通的普通股时，应该处于这样的地位：根据他自己的判断和能力，他既可以从每天的市场价格中谋取利润，也可以对此不予理会。他必须关注重要的价格波动。否则他的判断将无据可依。”

……

“从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者购买机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售机会。”①

格雷厄姆指出：“……测试其（证券）过低还是过高的最基本的方法是，拿其价格和其所属企业整体的价值进行比较。”②

巴菲特在为格雷厄姆－纽曼公司工作时，格雷厄姆是他的老板。年轻的巴菲特问格雷厄姆：一位投资者如何才能确定，当一家股票的价值被市场低估时，它最终将会升值呢？格雷厄姆只是耸耸肩，回答说：“市场最终总是会这么做的……从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。”③

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第54页～55页。
② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第55页。
③ ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第102页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆买入价格的安全边际原则：安全边际是区别投资与投机的试金石

格雷厄姆在他的名著《聪明的投资者》中对投资策略进行了更精练的概括："我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：安全边际。"① "在正常条件下，为投资而购买的一般普通股，其安全边际即其大大超出现行债券利率的预期获利能力"。② "在一个10年的周期中，股票盈利率超过债券的典型超额量可能达到所付价格的50%。这个数据足以提供一个非常实际的安全边际——其在合适的条件下将会避免损失或使损失达到最小。如果在20种或更多种股票中都存在如此的安全边际，那么在完全正常的条件下，获得理想结果的可能性是很大的，这就是投资于普通股的典型策略，并且不需要对成功概率做出高质量的洞察和预测"。③

格雷厄姆认为："安全边际概念可以被用来作为试金石，有助于区别投资操作与投机操作。"④ "为了真正的投资，必须有一个真正的安全边际，并且，真正的安全边际可以由数据、有说服力的推理和很多实际经验得到证明。"⑤

格雷厄姆指出"股市问题特别偏爱投资于估值过低股票的投资者。首先，股市几乎在任何时候都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。然后，在其被忽视且朝投资者所期望的价值相反运行相当长时间以检验他的坚定性之后，在大多数情况下，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。理性投资者确实没有理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴涵着机会

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第311页。
② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第309页。
③ ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第309页。
④ ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第313页。
⑤ ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第314页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和最终利润。"①

格雷厄姆资金分配的分散投资原则：分散投资是保证投资组合总体盈利的前提

格雷厄姆认为，投资组合管理应该采用多元化原则。"安全边际概念与多样化原则之间有紧密的逻辑关系，一个与另一个互相关联。即使股价具有投资者喜欢的安全边际，仅仅投资一只股票也可能业绩很差，因为这个安全边际仅能保证他获利的机会比损失的机会更多，而不能保证损失不会发生。但是，随着买入股票只数的增加，利润总和超过损失总和的投资结果是肯定的。"②

格雷厄姆持有期限的满意原则：两年内达到其内在价值即卖出

1975 年，格雷厄姆在一场演讲中指出几个管理投资组合的规则：建立有 30 只符合廉价股选股标准的股票投资组合；设定每只股票在未来两年内，必须达成在成本价 50% 以上的获利目标；所有没有在两年内达到获利 50% 目标的个股，应该在两年期满后以市价卖出。③

---

① ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 51 页。
② ［美］格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 312 页～313 页。
③ ［美］珍妮特·洛尔：《价值投资胜经》，华夏出版社，2000 年，第 123 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 费雪：成长股价值投资策略之父

如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。

——巴菲特

巴菲特读了费雪的名著《怎样选择成长股》后便去找费雪，见过面后，他感到费雪的理念令人折服，对费雪的成长股投资策略非常推崇，他把自己的投资策略描述为“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。①

费雪的竞争优势原则、集中投资原则、长期投资原则成为巴菲特长期投资策略的重要组成部分。

巴菲特的“长期的挚友与合作伙伴”芒格从某种意义上说是费雪投资理论的化身，正是他才真正推动巴菲特接受和应用费雪投资优秀公司的思想。

如果说格雷厄姆的原则使巴菲特永不亏损，那么，费雪的原则使巴菲特在保证不亏损的前提下财富更加迅速增加。巴菲特说：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”②

“我是一个费雪著作的狂热读者，我想知道他所说过的一切东西。”③

---

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第25页。

② ［美］珍妮特·洛尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003年，第119页。

③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我多么幸运，费雪和格雷厄姆并没有这样做的任何金融动机之前，他们把这些投资理念写了出来。如果我没有阅读费雪的书的话，那么，比我更富有的人将大有人在，我甚至不能计算出35年前我购买他的书所带来的综合收益率。”①

8.1 费雪的投资成就：著作比本人更出名的投资大师

菲利普·费雪（Philips·Fisher）是华尔街极受尊重和推崇的成长股投资专家之一。他1928年毕业于斯坦福大学商学院，在校学习的第二年即进入旧金山克罗克－安格鲁国民银行（Crocker－Anglo National Bank）从事证券分析工作，从此开始了他的投资生涯。在美国股市大崩盘后的1931年3月1日，年仅23岁时就创立了费雪公司（Fisher & Co.），开始从事投资顾问咨询方面的业务。在此后几十年的投资生涯中，他成功地发掘出并长期投资于摩托罗拉、德州仪器等优秀企业的超级成长股，成为一位最有影响力的成长股投资大师。

在他的投资生涯中，最成功的、也最为后人所称道的就是对超级成长股摩托罗拉的发掘。1955年，在摩托罗拉还是一家无名的小公司的时候，他就大量买入其股票并长期持有，在此后的20多年里，摩托罗拉迅速成长为全球性的超一流公司，其股票价格也成长了20多倍。

作为一名一流的投资大师，费雪为人处世却非常低调，因此在一般投资者中并不知名。但是，1959年他写的《怎样选择成长

① ［美］安迪·基尔帕特里克：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年，第147页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股》出版后，很快就成为登上《纽约时报》畅销书排行榜的第一部投资著作。“成长股”这一概念也随着该书的畅销而成为投资者非常熟悉的概念，寻找“成长股”的“成长型投资”更是自此成为了美国股市多年以来的主流投资理念之一。

8.2 费雪的投资策略：寻找成长股

找到真正杰出的公司，抱牢它们的股票，度过市场的波动起伏，不为所动，也远远比买低卖高的做法赚得多。

——费雪

按照投资操作的6个基本步骤：选择目标企业、评估内在价值、分析市场价格、确定买入价格、分配投资比例、确定持有期限，经过对费雪有关投资策略的论述的收集整理，我们将其投资策略逐一总结为6个基本原则。这些原则后来对巴菲特长期投资策略的形成有很大的影响。

费雪选股标准的竞争优势原则：寻找真正杰出的公司

与格雷厄姆不关心公司质量只关心股价是否便宜的“便宜货”投资策略相反，费雪投资哲学的核心是寻找未来几年每股盈余将大幅增长的“真正杰出的公司”；“找到真正杰出的公司，抱牢它们的股票，度过市场的波动起伏，不为所动，也远远比买低卖高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的做法赚得多。”①

费雪认为，最好的投资方法不是格雷厄姆的买便宜货方式，而是买入业绩优异且管理一流的成长型公司股票。“所谓最好的投资方法，是指以最小的代价和风险来获得最高的总利润。一般大众心里的成功投资人形象，是很懂会计和统计数字的人。如果他们足够努力的话，会找到某些显然是便宜货的股票。其中一些可能真的很便宜，但其他一些股票由于公司未来可能陷入困境，光从统计数字上看不出来，因此不但不能算是便宜货，和几年后的价格比起来，目前的价格其实太高。与此同时，即使是真正的便宜货，便宜的程度毕竟有其极限，往往需要很长的时间，价格才能调整到反映的价值。就我的观察来说，这表示在一段足以做公平比较的时期内，如五年，技巧最纯熟的逢低买入者最后获得的利润，和运用普通智慧买入管理优异的成长型公司股票的人比起来，其实是小巫见大巫。”②

费雪对便宜货投资策略的批评正好指出了格雷厄姆投资策略的最致命的弱点。巴菲特在 1989 年年报中反思他在前 25 年的投资生涯中所犯的错误，他得出与费雪完全相同的结论：以合理的价格买下一家好公司（基于持续竞争优势的价值投资策略）要比用便宜的价格买下一家普通的公司（格雷厄姆价值投资策略）好得多。

这种投资具有持续竞争优势的公司的原则，成为巴菲特的基本投资原则之一。巴菲特在伯克希尔 1991 年年报指出：“我们始终在寻找有可以理解的、持续的和罕见的良好经营业绩的大型公司，这些公司由能力非凡并且为股东着想的管理人员运作。这个重要的条件并不能保证利润：我们不仅必须在合理的价格买入，

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 5 页。

② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 58 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且要从我们拥有的公司获得与我们的预期一致的业绩。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会。”

◆优秀公司的15种特征

在《怎样选择成长股》中，费雪认为，一家公司如果具有以下15个要点中的大多数，则可能是很好的“成长股”投资对象，可能在几年内增值几倍，甚至在更长的期间涨得更高。①

- 这家公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少将来几年内销售收入能否大幅增长？
- 为了进一步提高总体销售水平，发现新的产品增长点，管理层是不是决心继续开发新产品或新工艺？
- 和公司的规模相比，这家公司的研究发展努力，有多大的效果？
- 这家公司有没有高人一等的销售组织？
- 这家公司的利润率高不高？
- 这家公司做了什么事，以维持或改善利润率？
- 这家公司的劳资和人事关系是不是很好？
- 这家公司的高级主管关系很好吗？
- 公司管理阶层的深度够吗？
- 这家公司的成本分析和会计记录做得如何？
- 是不是在所处领域有独到之处？它可以为投资者提供重要线索，以了解此公司相对于竞争者，是不是很突出？
- 这家公司有没有短期或长期的盈余展望？
- 在可预见的将来，这家公司是否会大量发行新股，获取足够的资金，以利于公司发展。现有持股人的利益是否因预期中的股本增长而大幅受损？

---

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第19页～56页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 管理阶层是不是只向投资人报喜不报忧？诸事顺畅时口沫横飞，有问题或叫人失望的事情发生时，则“三缄其口”？

● 这家公司管理阶层的诚信正直态度是否毋庸置疑？

费雪极为看中企业长远的盈利能力，他也一直在追寻那些净利润率持续高于行业平均水平的公司；他明确指出：“投资于利润率过低的公司，绝对无法获得最高的长期利润。”① 他的理由是，利润率低的公司财务体质过于虚弱，抗打击能力弱，在经济不景气中最有可能首先倒下。

在所有判断公司是否值得投资的标准中，费雪非常重视公司管理层的诚信状况。在1959年，他斩钉截铁地提出：“不管其他所有事务上得到多高的评价，如果管理阶层对股东没有强烈的责任感而令人深感怀疑的话，投资人绝对不要认真考虑投资这样一家公司。”②

◆保守型投资的公司的基本要素

在《保守型投资人夜夜安枕》中，费雪进一步总结了优秀成长型公司的基本要素：③

第一类要素是对于目前和未来获利能力最重要的公司活动的卓越程度：公司在自己的领域中是成本很低的制造商或营运商，有出色的行销和财务能力，并且展现出优于一般标准的技能，善于处理相关的管理问题，从他的研究或技术单位获得有价值的成果。

第二类要素是控制公司重要获利活动和相关政策的人员素质：公司首席执行官必须致力于长期的成长，身边有一群能力很强的

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第37页。

② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第56页。

③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第175～206页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人被授权来主持公司各个部门的职能。

第三个要素是公司在可预测的将来，有可能长久维持高于平均水平的获利能力：投资者要问的问题是："这家公司能够做些什么事，而其他公司没办法做得那么好?"

综合以上分析，可见费雪最关心的是公司持续竞争优势。这一点巴菲特比费雪更加强调："对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。那些所提供的产品或服务周围具有很宽的护城河的企业能为投资者带来满意的回报。"①

费雪价值评估的市盈率原则：成长性越高而市盈率越高

费雪对股票质量的重视，同时意味着他对数量分析的轻视。

费雪主要通过市盈率对股票进行价值评估。"任何股票投资的第四个要素，涉及市盈率，也就是当时的价格除以每股盈余。要评估某只股票的市盈率符合它的正确价值，问题便来了。"②

费雪基本的投资原则是：未来的盈余成长的可能性愈高，投资者负担得起的市盈率愈高。③ 如果一个公司能够不断开发出新的获利来源，而且所在的行业亦可望有相近的成长动力，则其5年~10年之后的市盈率肯定要远高于一般的股票，即使其现在的价格已经相当可观，其实还是非常值得投资的。

但这种想法往往让投资人支付过高的价格。对此费雪也深有

---

① Warren Buffett："Mr. Buffett on the Stock Market"，FORTUNE，Nov. 22，1999.

② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第207页。

③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第223页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体会。他在《发展投资哲学》中回顾自己投资中所犯的错误时，其中一次是高价买入一家设备公司的股票。“我所犯的错误，在于为了参与这家公司美好的未来，付出的价格不对。几年后，这家公司成长相当大，我卖出股票，但卖出价格和买入原始成本相差无几。我认为这家公司未来的成长已经变得远不如以往确定，决定卖出该股，我相信这么做是对的，可是持有那么多年后，才赚到微薄的利润，并非资本成长之道，更别提保障老本不受通货膨胀侵蚀。这个例子中投资收益之所以令人大失所望，在于忍受不住当时弥漫的激情诱惑，付出不切实际的价格买入股票。”①

费雪对待股市的金融圈原则：利用金融圈偏离事实真相的错误

在《保守型投资人夜夜安枕》中，费雪成功投资的根本在于发现和利用市场的错误：“任何个股在特定时点的价格，由当时金融圈对该公司、该公司所处行业，以及在某种程度内股价水平的评价决定。要决定某只股票在特定时点的价格是否有吸引力、不具吸引力或者介于两者之间，主要得看金融圈的评价偏离事实真相的程度。”②

“我们使用的‘金融圈’（financial community）一词，包括全部有兴趣的人，他们可能准备以某个价格买进或卖出某只股票。每位潜在买方和卖方对价格可能造成的冲击，重要的是需看他们行使的买入或卖出力量有多强而定。”③

---

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 271 页。

② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 229 页。

③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 214 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一点尽管没有格雷厄姆对“市场先生”的描述精彩，也没有指出市场波动的无常，但其本质是完全相同的，即市场对公司股票的评价经常过度偏离其内在价值。

费雪对市场价格长期偏离内在价值有着深刻的认识：“由于金融圈的评价和事实不符，一只股票的价格可能长期远高于或远低于它的实质价值。金融圈对一只股票的评价，和影响价格的真实状况间的差距过大，可能持续好几年时间。不过泡沫总会破掉，有时是在几个月之后，有时则在很久以后。如果因为不切实际的预期，一只股票的价格太高，迟早会有愈来愈多的持股人厌倦于太久的等候。他们的卖盘马上压过仍对旧评价有信心的少数新买盘，于是股价大跌。有时继之而来的新评价相当踏实。但是，在价格下跌的情绪性压力下重新做出的检讨，往往过度强调负面因素，使得金融圈的新评价远比实情不利，而且这种看法可能持续一段时间。这种现象发生时，出现的事情会和评价太有利时很像。惟一的不同点是整个状况倒过来。可能需要几个月或几年的时间，较为有利的印象才会取代目前的印象。不过，随着令人愉快的盈余数字节节上涨，心里会发生这样的事。”①

费雪指出：“投资人如能运用聪明的头脑，确定值得投资的特定公司的事实真相，远优于或远劣于目前金融圈对该公司的印象，便很有可能知道哪只股票的价格显著低估或显著高估。”②

费雪对市场波动的看法与格雷厄姆的“市场短期是一台投票机而长期是一台称重机”在本质上是相同的。

---

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 209 ~210 页。

② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 221 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪确定买入时机的转折点原则：公司盈余即将大幅改善而股价未涨之际

费雪确定买入时机的原则是："适合投资的公司盈余即将大幅改善，但盈余增加的展望还没有推涨公司的股票价格。"①

费雪认为，公司出现暂时性问题导致股价重跌时是低价买入的大好时机。"投资人应该买入的公司，是在非常能干的管理层领导下经营的公司，他们所做的一些事情势将成功。但其他一些事情偶尔遭遇始料未及的问题，之后才否极泰来。投资者心里应该十分清楚，知道这些问题都属于暂时性的，不会永远存在。接着，如果这些问题导致股价重跌，但可望在几个月内解决问题，而非拖上好几年，则考虑在此时候买入股票可能相当安全。"②

费雪资金分配的集中投资原则：不要过度强调分散投资

根据费雪只投资于"真正杰出的公司"的标准，必然会采取集中投资原则，因为任何时候真正杰出的公司都是很少见的，而且一个投资人有很大把握确定属于真正杰出公司的家数更是很少见的。费雪说："大部分投资人终其一生，依靠有限的几只股票，长时间的持有，就为自己或后代打下成为巨富的基础。"③

费雪提出了"不要过度强调分散投资"的原则：他认为，人

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第83页。

② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第82页。

③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第5页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的精力总是有限的，过于分散化迫使投资人买入很多并没有充分了解的公司股票，而这可能比投资过于集中还要危险。“很少有人充分考虑到过犹不及的坏处。把蛋放到太多篮子里，一定会有很多蛋没有放进好篮子，而且我们不能在蛋放进去之后，时时盯着所有的篮子。”①

他指出：“不要只顾持有很多股票，只有最好的股票才值得买。就普通股来说，多不见得好。”② 他根据自己的经验给出了一个最低限度分散投资的优先顺序：（1）审慎选出根基稳固的大型成长股，并且至少应该拥有5只以上，但其产品线最多只能略微重叠；（2）较少投资于那些介于上述股票和高风险的年轻成长型公司之间的股票；（3）最后才可以考虑风险较高的年轻的成长股。③

巴菲特也强调集中投资而强烈反对分散投资，他在伯克希尔1993年年报中指出：“如果你是一位学有专长（know－something）的投资者，能够了解企业的经济状况，并能够发现5家～10家具有长期竞争优势的价格合理的公司，那么，传统的分散投资对你来说就毫无意义，那样做反而会损害你的投资成果并增加投资风险。我不明白，为什么有些投资者会选择将资金投到一家在他喜欢的公司中名列第20位的公司，而不是将资金投入到最喜欢的几家——他最了解、风险最小、并且利润潜力最大的公司里。”

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第123页。

② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第134页。

③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第125页～132页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪的长期持有原则：
长期持有甚至永远持有

费雪高度强调长期持有。

费雪认为，为了获得最大的投资回报率，只有满足三种理由才应该出售股票①：（1）原始买入操作犯下错误，而且情况越来越清楚；（2）如果一个公司随着时间的流逝，经营情况发生很大变化，每况愈下，不再符合他总结的优秀公司的15种特征；（3）如果有确切把握发现另外一家前景更加美好、投资回报率更高的成长股，应该卖出现有相对成长性不够好的股票，买入成长性更好的股票。

费雪认为，如果某只股票被审慎挑选出来，而且历经时间的考验，那么以下三个理由很难出现。“如果当初买进普通股时，事情做得很正确，则卖出时机是：几乎永远不会到来。”②

费雪认为，除了以上根据公司本身经营变化决定卖出股票的理由外，仅仅因为股票市场上涨或下跌来决定卖出股票的理由是荒谬的。“我相信短期的价格波动本质上难以捉摸，不易预测，因此玩抢进杀出的游戏，不可能像长期持有正确的股票那样，一而再，再而三，获得巨大的利润。”③

首先，费雪认为投资人担心股市可能大跌而抛售优秀公司的股票并准备未来以更低成本买入是不现实的。因为这样操作的前提是假定投资人知道市场跌势何时结束。现实情况是，投资人因担心股市下跌而抛售股票后，股市却没有下跌，却一路上涨。即

① ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第87页~92页。
② ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第97页。
③ ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999年，第276页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使股市真是下跌了，常常并没有下跌太多，投资人只好苦苦等待股价跌得更深。但当股价真的一路狂跌时，投资人开始担心公司是否真的有什么事情发生，再也不敢买回股票。

其次，费雪认为投资人觉得优秀公司的股票价格涨得太高而卖出股票将错失巨大的投资回报。因为投资人难以判断成长非常迅速的杰出公司在收益不断增长的情况下股价是否过高。一个未来盈利大幅增长的公司股价在几年后可能翻番，目前上涨 40% 并不能说是股价过高。而且卖出优秀公司的成长股除了会使投资人无法分享很高的成长率外，还要承担很高的资本利得税。

费雪认为最荒谬的说法是，手中持股已经有很大的涨幅，其大部分的上涨潜力可能已经耗尽，因此应该卖出，转而购买其他还没有上涨的股票。只要优秀公司的价值的不断增长，就会使其股票价格不断上涨。而普通公司的价值不会不断增长，其股票价格不可能持续上涨。

巴菲特在长期持有上与费雪有着完全相同的观点。他在伯克希尔 1987 年年报中指出：“我们从不考虑在什么时候或以什么价格出售。实际上，我们愿意无限期地持股，只要我们预期这家公司的内在价值能以令人满意的速度增加。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 沃伦·巴菲特：最伟大的投资人

20世纪最伟大的投资大师。

——美国《财富》杂志

在过去39年以来，也就是巴菲特1965年控股并开始管理伯克希尔公司投资之后取得了年复合收益率约为22.2%的投资业绩，超出市场平均水平1倍以上。如果一个人在1964年巴菲特掌管伯克希尔公司时开始投入1万美元并且坚持到现在，那么到2003年年底，这1万美元的投资回报将会达到2 595万美元。

如果一个人在1956年巴菲特职业生涯开始投入1万美元并且坚持到底，那么到2002年，它将变成约2.7亿美元，而且这还是税后收入。①

沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，在美国《财富》杂志1999年底评出的“20世纪八大投资大师”中名列榜首。②

作为格雷厄姆最得意的弟子，巴菲特在导师多年言传身教后深得价值投资策略的精髓。后来在他的好友芒格的影响下，他开始吸收费雪投资优秀公司成长股的长期投资策略。通过投资《华盛顿邮报》、可口可乐等优秀公司，他逐步将格雷厄姆的廉价股价值投资策略与费雪的优秀公司成长股长期投资策略完美地融合起

---

① ［美］安迪·基尔帕特里克：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年，第1页。

② Theodore Spencer：“The Investors of the Century”，Fortune，Dec. 20，1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，形成了属于他自己的投资策略。巴菲特是价值投资策略的集大成者，也是最杰出的代表人物。

9.1 巴菲特的投资业绩：40 年投资盈利 2 595 倍

如果你在 1956 年把 1 万美元交给巴菲特，它今天（2002 年）就会变成大约 2.7 亿美元，而且这还是税后收入。

——安迪·基尔帕特里克①

巴菲特个人简历：从 100 美元到资产 400 亿美元的世界第二富翁

姓名：沃伦·巴菲特（Warren Buffett）

出生年月：1930 年 8 月 30 日

出生地：美国奥马哈（Omaha，U. S. A. ）

年龄：75 岁

1947 年～1949 年，宾夕法尼亚大学沃顿商学院学习。

1949 年，转入内布拉斯加大学学习。

1950 年春季，内布拉斯加大学毕业，获得理学学士学位。

1950 年秋季进入哥伦比亚大学研究生院学习，追随证券分析之父格雷厄姆学习证券投资，得到了格雷厄姆在哥伦比亚教授证券分析课程 22 年来惟一给过的“A⁺”。

---

① ［美］安迪·基尔帕特里克：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003 年，第 1 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1951年6月，在哥伦比亚大学毕业，获得硕士学位。

1951年～1954年，毕业后，巴菲特回到奥马哈，到父亲的巴菲特－福尔克公司交易部做股票经纪人。

1954年，巴菲特前往纽约到恩师格雷厄姆的投资公司“格雷厄姆－纽曼公司”任职。

1956年，格雷厄姆退休后，投资公司解散，巴菲特带着他从格雷厄姆那儿学到的投资策略重返奥马哈，开始独立管理投资。

1956年，巴菲特26岁时成立了巴菲特合伙企业——巴菲特有限公司，集资10.5万美元。巴菲特象征性投入100美元，他的报酬主要来自于作为投资管理人以一定的比例从投资利润中分成。到1969年，巴菲特因为股市过于狂热而解散合伙人公司为止，在1957年～1969年的13年期间，取得了30.4%的年平均收益率，远远超过了道·琼斯8.6%的年均收益水平①。这13年里，道·琼斯工业指数下跌了5次，而巴菲特的合伙投资公司却是从来没有发生过亏损。

1965年，巴菲特合伙公司买入伯克希尔公司49%的股票，1968年4月增持到70%。

1969年，巴菲特决定解散合伙公司，因为他认为股票市场正处于高度投机的狂热之中，真正的价值在投资分析与决策中所起的作用越来越小。巴菲特对合伙公司的资产进行了清算，他把合伙公司的资产分配给投资人，合伙公司持有的伯克希尔公司的股票也按比例进行分配。

1969年，合伙公司解散后，巴菲特将2 500万美元的个人资产全部买入伯克希尔公司的股票。目前，巴菲特在伯克希尔公司1 528 217股A股股票中，巴菲特一个人就拥有477 166股（约占31.1%），为第一大股东。他的妻子拥有34 476股（占2.3%）。

---

① ［美］罗伯特·哈格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第50页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特担任伯克希尔公司的董事长兼首席执行官。他的长期合作伙伴查理·芒格担任副董事长。

在1965年~2003年间，也就是从巴菲特1965年控股并开始管理伯克希尔公司投资之后，伯克希尔公司每股净值由当初的19美元成长到2003年底的50 498美元，年复合增长率约为22.2%。第二次世界大战后的美国，其主要股票的年均收益率在10%左右，巴菲特却达到了22.2%的水平。1993年，他荣登世界首富，而且之后基本上一直保持在第二的位置。

2004年2月27日美国权威杂志《福布斯》推出了2004年度全球富豪排行榜，号称华尔街“股神”的巴菲特以429亿美元再度名列世界第二富翁。

如果他能让旗下公司保持其历史平均的22%的年利润增长速度，到2009年，巴菲特80岁的时候，他将可能成为历史上绝无仅有的千亿富翁。

巴菲特成为世界亿万富翁的路径与其他人截然不同。石油大王约翰·D·洛克菲勒、钢铁大王安德鲁·卡内基和软件大王比尔·盖茨等都有一个共同特点，即他们的财富都来自一种产品或发明。而巴菲特却是个纯粹的投资家，他从100美元开始，仅仅从事股票投资和企业并购，就成为个人资产429亿多美元的20世纪世界超级富豪之一。

作为惟一能在《福布斯》富豪排行榜上进入前十位的著名投资人，他的财富远远超越了乔治·索罗斯（George Soros）、彼得·林奇（Peter Lynch）等同样负有盛名的同行。

2003年7月美国《财富》杂志出版了“影响力特刊”，推出该刊评选的全球最有影响力的25名商业人士名单，美国股神沃伦·巴菲特名列榜首，微软的比尔·盖茨、沃尔玛的李·斯科特、花旗的桑迪·威尔、新闻集团的鲁伯特·默多克分别排名全球最有影响力商业人物第二位至第五位。巴菲特之所以名列榜首，最重要的原因是他是伯克希尔·哈撒韦的董事长和CEO。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特投资业绩：39 年盈利 2 595 倍

沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，在美国《财富》杂志 1999 年年底评出的“20 世纪八大投资大师”中名列榜首。①

我们将巴菲特管理的伯克希尔公司 39 年来的逐年投资绩效与美国标准普尔 500 种股票价格指数绩效相比，可以发现巴菲特在其中的 34 年击败指数，只有 5 年落后于指数，更难能可贵的是，美国股市在这 39 年中有 10 年出现下跌甚至大幅下跌，巴菲特管理的伯克希尔公司在这 39 年中只在 2001 年发生了 -6.2% 的净资产值下跌，其余 38 年中则持续增长。

在 39 年的时间里——从艾森豪威尔时代到比尔·克林顿执政，无论股市行情牛气冲天抑或疲软低迷，无论经济繁荣抑或是不景气，巴菲特在市场上的表现总是非常好。巴菲特的投资理念不但为他创造了惊人的 429 亿美元的财富，也为他的股东带来了巨大的财富升值。

巴菲特与基金经理、股票指数的投资业绩比较

下面这个故事会告诉我们，巴菲特与基金经理、股票指数完全不同的投资业绩，会给投资人带来完全不同的未来退休生活：

一位 1963 年毕业的美国穷大学生，1964 年辛苦工作了一年后终于攒下了 1 万美元的存款。22 岁的年轻的他经过一整夜的思考后决定不买汽车，而是在 1965 年年初买入投资基金，进行长达 39 年的长期投资，以保证退休后过上体面的小康生活。但市场上有

① Theodore Spencer: “The Investors of the Century”, Fortune, Dec. 20, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成千上万的投资基金管理人，他该选择哪一个呢？他的选择非常重要，不同的基金管理人决定了他60岁后的财富多少，这也将导致他的退休生活将会有天壤之别：

第一种选择是最简单的方式：选择一位指数基金管理人，他的目标是跟随市场，通过复制与指数相同的投资组合来取得与市场整体平均水平相近的投资回报。美国股市标准普尔500指数的年均投资收益率在10%左右。1万美元的指数基金投资在他退休时将增值到47.43万美元。47.43万美元可以让他与老伴周游世界。

第二种选择是最常见的方式：选择一位积极型投资基金管理人，他的目标是战胜市场。但结果令人十分失望，1942年～1997年间50年来标准普尔500指数几乎年平均超过积极型共同基金的平均水平1.3%左右①。1万美元的积极股票基金在他退休时只能增值到23.80万美元。如果再扣除每年基金收取的管理费（按1%计算），只能增值到17.75万美元。由于只有17.75万美元，他和老伴只能周游美国了。

第三种选择是最神奇的方式：选择现在是无人不晓但当时是无人知晓的巴菲特，买入他管理的伯克希尔公司股票。结果将如同梦幻一般神奇。巴菲特在1965年～2003年的39年期间持续战胜市场，投资收益率达到了22.2%的水平②，使股东1万美元的投资增值到2 593.85万美元。一位投资人只需向巴菲特投资1万美元，然后什么都不用管，39年后就可以在退休时过着千万富翁的奢华生活，其财富足以和老伴天天周游世界。

这一简单的比较足可以让我们明白，为什么沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，中国人喜欢称之为“股神”（据我们观察，在中国其知名度远不如“食神”周星驰）。他从100美元

---

① ［美］约翰·C·鲍格尔：《共同基金常识》，百家出版社，2001年，第107页、第105页。

② Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起家，只是通过投资成为拥有400多亿美元资产的世界第二首富，也使他管理的伯克希尔公司的众多股东已成为了千万甚至亿万富翁。

表9.1和图9.1再一次将巴菲特管理的伯克希尔公司投资收益率与标准普尔500指数收益率进行了比较。

表9.1：巴菲特管理的伯克希尔公司投资收益率与标准普尔500指数收益率比较

年份	投资收益率（%）			投资10 000美元的价值		
	伯克希尔	标准普尔500	差距	伯克希尔	标准普尔500	差距
1965	23.80	10.00	13.80	12 380	11 000	1 380
1966	20.30	-11.70	32.00	14 893	9 713	5 180
1967	11.00	30.90	-19.90	16 531	12 714	3 817
1968	19.00	11.00	8.00	19 672	14 113	5 559
1969	16.20	-8.40	24.60	22 859	12 927	9 932
1970	12.00	3.90	8.10	25 602	13 432	12 171
1971	16.40	14.60	1.80	29 801	15 393	14 409
1972	21.70	18.90	2.80	36 268	18 302	17 966
1973	4.70	-14.80	19.50	37 973	15 593	22 380
1974	5.50	-26.40	31.90	40 061	11 477	28 585
1975	21.90	37.20	-15.30	48 835	15 746	33 089
1976	59.30	23.60	35.70	77 793	19 462	58 332
1977	31.90	-7.40	39.30	102 609	18 022	84 588
1978	24.00	6.40	17.60	127 236	19 175	108 061
1979	35.70	18.20	17.50	172 659	22 665	149 994
1980	19.30	32.30	-13.00	205 982	29 986	175 996
1981	31.40	-5.00	36.40	270 660	28 486	242 174
1982	40.00	21.40	18.60	378 925	34 582	344 342
1983	32.30	22.40	9.90	501 317	42 329	458 988

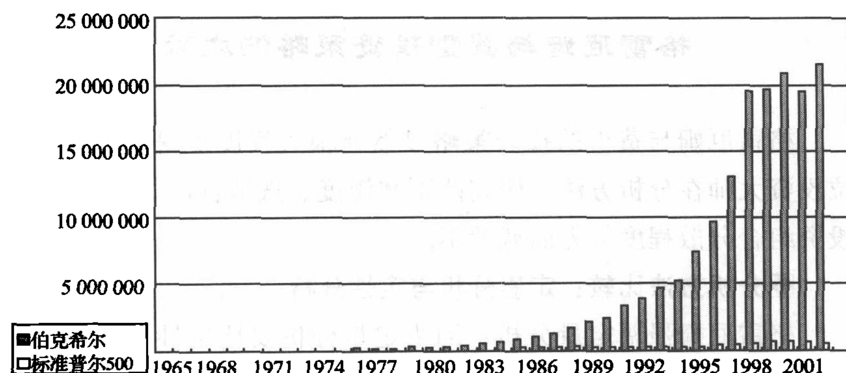
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	投资收益率（%）			投资 10 000 美元的价值		
	伯克希尔	标准普尔 500	差距	伯克希尔	标准普尔 500	差距
1984	13.60	6.10	7.50	569 496	44 911	524 585
1985	48.20	31.60	16.60	843 993	59 103	784 891
1986	26.10	18.60	7.50	1 064 276	70 096	994 180
1987	19.50	5.10	14.40	1 271 810	73 671	1 198 139
1988	20.10	16.60	3.50	1 527 443	85 900	1 441 543
1989	44.40	31.70	12.70	2 205 628	113 131	2 092 497
1990	7.40	−3.10	10.50	2 368 845	109 624	2 259 221
1991	39.60	30.50	9.10	3 306 907	143 059	3 163 848
1992	20.30	7.60	12.70	3 978 209	153 931	3 824 278
1993	14.30	10.10	4.20	4 547 093	169 478	4 377 615
1994	13.90	1.30	12.60	5 179 139	171 681	5 007 458
1995	43.10	37.60	5.50	7 411 348	236 234	7 175 114
1996	31.80	23.00	8.80	9 768 157	290 567	9 477 589
1997	34.10	33.40	0.70	13 099 098	387 617	12 711 481
1998	48.30	28.60	19.70	19 425 962	498 475	18 927 487
1999	0.50	21.00	−20.50	19 523 092	603 155	18 919 937
2000	6.50	−9.10	15.60	20 792 093	548 268	20 243 825
2001	−6.20	−11.90	5.70	19 502 983	483 024	19 019 959
2002	10.00	−22.10	32.10	21 453 282	376 276	21 077 006
2003	21.00	28.70	−7.70	25 958 471	484 267	25 474 204
39 年年平均收益率（%）	22.20	10.40	11.80			
39 年总收益率（%）	2 594.85	47.43	2 547.42			

数据来源：伯克希尔公司 2003 年年报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：伯克希尔公司2003年年报。

图9.1 投资10 000美元于伯克希尔公司与标准普尔500指数的价值增值比较（1965年～2003年）

9.2 巴菲特投资策略的演化：从格雷厄姆、费雪到巴菲特

我是85%的格雷厄姆和15%的费雪。

——巴菲特

格雷厄姆与费雪两位大师的投资策略有着巨大的不同，但巴菲特认为，他们在投资世界是平行的，并不矛盾。作为格雷厄姆最得意的弟子，在格雷厄姆多年言传身教后，巴菲特深得其导师价值投资策略的精髓。在他自己的投资实践中，也认识到格雷厄姆捡便宜货方式的不足。在他的好友芒格的影响下，他开始吸收费雪投资优秀公司成长股的长期投资策略。通过投资《华盛顿邮报》、可口可乐等优秀公司，他逐步将格雷厄姆的价值投资策略与费雪的优秀公司成长股长期投资策略完美地融合起来，形成了属于他自己的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆与费雪投资策略的比较

格雷厄姆与费雪的投资策略显然在很大程度上是不同的。两位投资大师在分析方法、研究范围和深度、选股标准、持有期限、投资组合分散程度等方面截然不同。

◆分析方法比较：定量分析与定性分析

格雷厄姆强调定量分析，因为定量分析要比定性分析相对容易很多，涉及因素相对有限，容易得到，通过分析能够形成明确和可靠的结论。而定性因素涉及面广，往往也无法形成明确的结论，可能对于投资决定并没有实际的帮助。格雷厄姆指出："分析家的工作必须基于数字、基于经得起考验的检验和标准……值得一提的是，如果投资过于依赖质的因素方面的考虑，也就是说，如果证券的价格高于其统计数字本身可以合理支持的水平，则分析的基础就会发生动摇。用数学的语言来说，一份令人满意的统计数字虽不是做出有利结论的充分条件，但却是必要条件。"①

与格雷厄姆不同，费雪强调定性分析，非常重视公司的业务、管理、盈利增长能力等质量因素，只选择那些具有较长期令人满意的发展前景，并由既诚实又有能力的管理人员来管理的企业。

◆研究范围不同

格雷厄姆建议投资人不要关注产业和公司管理，将精力用于通过财务分析和统计数据分析来寻找价值被严重低估的廉价股票。

费雪的工作时间很长，重视对公司业务、管理等进行深入研究，通过方方面面的访问和调查以分析公司未来的发展。

◆选股标准不同

格雷厄姆选择的股票是众多的巴菲特称为"雪茄烟蒂"的价

---

① ［美］本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，海南出版社，1999 年，第 27 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格非常便宜的绩差公司股票。

费雪投资哲学的核心是寻找未来几年每股盈余将大幅增长的“真正杰出的公司”。

◆持有期限不同

格雷厄姆持有股票的期限要短得多，他认为所有没有在两年内达到获利50%目标的个股，应该在两年期满后以市价卖出。一旦他持有的股票达到获利目标，他就会卖出，然后再买更便宜的股票。

费雪强调长期持有，“如果当初买进普通股时，事情做得很正确，则卖出时机是：几乎永远不会到来”①。

◆投资组合不同

格雷厄姆主张投资组合多元化，通过分散投资来降低投资风险。

与格雷厄姆不同，费雪倾向于集中投资于几只优秀公司的股票，他认为分散投资不能取得较大的收益。

综合比较而言，格雷厄姆价值投资策略是所有投资策略的基础，适用于最专业的投资人，也适用于最普通的投资人。但费雪的成长投资策略是难度很高且风险很大的投资策略，对投资人的专业素质要求极高。

格雷厄姆对巴菲特投资策略的影响

格雷厄姆对巴菲特投资策略的影响是非常巨大的，怎么形容也不过分。巴菲特认为，格雷厄姆是对他商业生活影响最大的人。

格雷厄姆的投资思想是巴菲特投资策略的基石，巴菲特在早期尤其是在巴菲特合伙公司期间进行投资管理时，完全模仿和实

① [美] 菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南出版社/三环出版社，1999 年，第 97 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

践格雷厄姆的投资策略。

正是在格雷厄姆的基础上，巴菲特发展和形成了自己的持续竞争优势企业投资策略。但是，巴菲特投资策略的基础永远是格雷厄姆的安全边际原则。

巴菲特认为，格雷厄姆是对他商业生活影响最大的人

巴菲特说："我最重要的思想来自于格雷厄姆。"① "除了我的父亲外，本杰明·格雷厄姆理所当然的比任何人对我的商业生活都有着更大的影响。"②

巴菲特说，在读到格雷厄姆的经典著作《聪明的投资人》之前，"我涉猎的内容无所不包，我收集图表、阅读各种技术知识书籍、倾听各种内部消息。后来，我才读到格雷厄姆的《聪明的投资人》，这就好像见到了光明"。③ 这时巴菲特 19 岁，是内布拉斯加大学的一个高年级学生。巴菲特深深为格雷厄姆的投资策略所吸引，并为此于 1950 年考入哥伦比亚大学研究生院并在格雷厄姆门下学习。

1950 年～1951 年在哥伦比亚大学研究生院学习期间，巴菲特如饥似渴地钻研着格雷厄姆的这些理论，并在后来的投资实践中继承、检验并发展了这些理论，使其日臻完美。

1951 年，在哥伦比亚大学毕业后，巴菲特回到奥马哈，到父亲的巴菲特－福尔克公司交易部做股票经纪人。1954 年，巴菲特前往纽约到恩师格雷厄姆的投资公司"格雷厄姆－纽曼公司"任职。从 1950 年离开大学校园以来，巴菲特的个人资本已由 9 800

---

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 177 页。
② ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 95 页。
③ ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 94 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元迅速增长到了14万美元。1956年，格雷厄姆退休后，投资公司解散，巴菲特带着他从格雷厄姆那儿学到的投资策略重返奥马哈，开始了自己的传奇投资生涯。

巴菲特在伯克希尔2000年年报中再次怀念他的恩师和挚友格雷厄姆："又到了怀旧时间，50年前我在哥伦比亚大学开始学习格雷厄姆教授的证券分析课程。在此之前的10年里，我一直盲目地热衷于分析、买进、卖出股票。但是，我的投资业绩却非常一般。从1951年起我的投资业绩开始明显改善。但这并非由于我改变饮食习惯或者开始运动。惟一增加的新的营养成分是格雷厄姆的投资理念。原因非常简单：当时在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去10年里自以为是的天真思考。格雷厄姆不仅是一位伟大的老师，更是一位难得的挚友，他对我的恩情比天高比海深。"

巴菲特在伯克希尔1988年年报中将自己的成功归功于格雷厄姆所教的投资原则："在伯克希尔公司的投资管理中，查理跟我运用的是格雷厄姆与多德所教的原则，我们的成功正代表着他们心血的结晶。"

◆巴菲特早期完全模仿和实践格雷厄姆的价值投资策略

1956年格雷厄姆－纽曼公司解散后，巴菲特回到了他的家乡奥马哈，于5月1日创立了合伙人企业巴菲特投资有限公司，共有7个成员，包括他的姐姐、姑妈、律师等，他作为总合伙人，投入了100美元，开始了自己独立的投资事业。正是这100美元，开始了他成为400多亿美元世界第二富翁的辉煌之路。

在运作合伙人公司期间，他对格雷厄姆投资策略进行了完全的实践。巴菲特写给公司合伙人的信中称毫不惭愧地模仿他的导师格雷厄姆，实际上整个合伙人公司的经营完全模仿自巴菲特工作过的格雷厄姆－纽曼公司，同样采取寻找"雪茄烟蒂"式的便宜股票、套利、清算等操作手法，除了登普斯特尔以外，资金被分散到40种股票中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆巴菲特对格雷厄姆价值投资策略的反思

1976年9月，本杰明·格雷厄姆逝世了，之后评论家们常常提到巴菲特与其在投资策略上的区别，巴菲特明显地进化了。

巴菲特在投资美国运通等优秀企业股票的过程中，开始对格雷厄姆购买便宜货的投资策略进行了反思。巴菲特从格雷厄姆那里得到的是“一种恰当的关于本质的模式”，那就是买入价值的原则，蕴涵在格雷厄姆安全边际原则下的保守主义以及超脱于“市场先生”每天波动起伏的心态。

在他的搭档查理·芒格的影响下，他吸收了费雪投资优秀企业的思想，逐步深刻地认识到：一个好的经营完善的公司与从价值角度上来看的股票廉价的公司是完全不同的。巴菲特比格雷厄姆更主观地分析公司，与强调有形资产的格雷厄姆不同，他更关注公司的无形资产。1985年，巴菲特谈及自己投资策略的变化时说：“我现在要比20年前更愿意为好的行业和好的管理多支付一些钱。格雷厄姆倾向于单独地看统计数据。而我越来越看重的，是那些无形的东西。”①

总的看来，巴菲特主要在以下两个方面对格雷厄姆价值投资策略进行了发扬和光大：

（1）从小资金到大资金的运作。当巴菲特被问及他为何抛弃格雷厄姆的某些投资原则时，他回答：“我们目前运作的是较大数目的资金，仅仅停留在过去那种较少资金的运作方式里已经不可能了。它要求我们更多地学习如何在未来赢得可以稳定增长的现金流。如果你运作的是小数目的资金，你甚至不必那么卖力地工作。我们在格雷厄姆－纽曼公司工作时，通常只使用一张纸，上面写着一家公司的所有数字。如果在某种情况下，我们碰到了在账面价值、营运资金、收益等方面都合适的公司，我们就把它买

---

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第98页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下来。那时真是太简单了。”①

（2）从普通公司到优秀公司。巴菲特在1989年年报中反思他在前25年的投资生涯中所犯的错误，他得出结论：以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比（基于持续竞争优势的价值投资策略）用非同一般的好价格买下一家一般的公司（格雷厄姆价值投资策略）要好得多。

“在犯下新的错误之前好好反省一下以前的那些错误倒是一个好主意。所以让我们稍微花些时间回顾一下过去25年中我所犯的错误。”

“当然我所犯的第一个错误，就是买下伯克希尔公司的控制权，虽然我很清楚公司的纺织业务没什么发展前景，却因为它的价格实在太便宜了，让我无法抵挡买入的诱惑。虽然在我的早期投资生涯中买入这样的股票确实让我获利颇丰，但是到了1965年投资伯克希尔公司后，我就开始发现这种投资策略并不理想。”

“如果你以相当低的价格买进一家公司的股票，通常情况下这家公司经营会有所改善，使你有机会以不错的获利把股票出手，尽管这家公司的长期表现可能会非常糟糕。我称之为‘雪茄烟蒂’投资法：在大街上捡到一只雪茄烟蒂，短得只能再抽一口，也许冒不出多少烟，但‘买便宜货’（bargain purchase）的方式却要从那仅剩的一口中发掘出所有的利润，如同一个瘾君子想要从那短得只能抽一口的烟蒂中得到天堂般的享受。”

“或许你会认为这道理再浅显不过了，我却是经历了惨痛的教训才真正领会，事实上，我在多次的教训中学习了好几遍。在买下伯克希尔公司后不久，我通过一家后来并入伯克希尔公司的多元零售（Diversified Retailing）公司，买了一家位于巴尔的摩的霍士柴尔德－科恩（Hochschild Kohn）百货公司。我以低于账面价值相当大的折扣价格买入，管理层也非常一流，而且这笔交易还包

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第142页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括一些额外的利益：未入账的不动产价值和大量采取后进先出法的存货备抵（LIFO inventory cushion）。我到底做错了什么？哦！三年后，我幸运地以相当于买入成本左右的价格脱手了这家公司。在结束了伯克希尔公司跟霍士柴尔德－科恩的公司婚姻关系后，我的感想就像乡村歌曲中的丈夫们所唱的那样：'我的老婆跟我最好的朋友跑了，然而我还是非常挂念我的朋友！'"

由于优秀企业相对于普通企业具有超额价值能力，且为数很少，能够以合理的价格买到优秀企业的大量股票更是凤毛麟角，因此，与格雷厄姆投资普通公司的短期投资和分散投资不同，巴菲特长期且集中投资于具有高于产业平均水平的超额盈利能力的优秀公司的股票并长期持有，这使他比格雷厄姆获得了更多的投资利润。

正是在他的合作伙伴芒格的影响下，巴菲特走出了格雷厄姆只投资于普通企业廉价股的局限，吸收了费雪投资于优秀企业的投资思想，从此，巴菲特的投资策略有了根本性的飞跃。

费雪投资策略对巴菲特的影响

巴菲特对费雪的成长股投资策略非常推崇，他把自己的投资策略描述为"85%的格雷厄姆和15%的费雪"①。

巴菲特在看《怎样选择成长股》后便去找费雪，见过面后，他感到费雪的理念令人折服。"运用费雪的技巧，可以了解这一行……有助于做出一个聪明的投资决定"。"从他那儿，我尝到了'无盖饮水桶'方法的价值：走出去与竞争者、供应商、顾客交谈，从中找出一种行业或一家公司是如何实际运作的。"②

但是，真正推动巴菲特接受和应用费雪投资优秀公司的思想

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第25页。
② ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第25页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人却是他的合作伙伴芒格。

芒格是伯克希尔公司的副董事长和第二大股东，巴菲特称其为“长期的挚友与合作伙伴”。芒格从某种意义上说是费雪投资理论的化身，他特别喜爱经营良好、价格合理的优秀公司的股票。

大体上，伯克希尔早期的成功可归功于收购蓝筹印花、喜诗糖果及加州其他企业，这些大都是芒格先于巴菲特发掘的。在芒格加入伯克希尔公司后，正是他的影响使巴菲特从格雷厄姆买便宜货的投资策略局限中走出来，吸收费雪优秀公司成长股的投资策略，将二者进行完美的融合，形成了自己最成功的投资策略：基于持续竞争优势的长期投资策略。

芒格认同格雷厄姆最基本的教诲，这些教诲自始至终都是芒格和巴菲特成功模式的一部分，他说：“对私人股东和股票投资人而言，依据内在价值而非价格因素来买卖股票的价值投资基本概念，永不过时。”① 然而，芒格并不像巴菲特那样对格雷厄姆有特别的情感与崇敬，格雷厄姆有些观点根本无法打动他，芒格表示：“我认为其中很多想法简直是疯狂，忽略了相关事实，特别是他有一些盲点，对于有些实际上值得以溢价买进的企业的评价过低。”②

尽管芒格对格雷厄姆提出的“雪茄烟蒂”式的便宜股票不感兴趣，但他并不是过于保守，他从不愿付出更多的金钱来买进一项资产，他说：“我从未想过要以高于内在价值的价格买进股票，除非是像巴菲特那种人所掌管的股票。只有很少人值得付出更多的金钱以取得长期优势，投资游戏永远涉及质量与价格的权衡，诀窍在于从你付出的代价中获得更好的质量，就这么简单。”③

随着两人的相互了解和大量合作，芒格逐步接替日渐衰老的

① ［美］珍妮特·洛尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003 年，第 118 页。
② ［美］珍妮特·洛尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003 年，第 117 页。
③ ［美］珍妮特·洛尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003 年，第 118 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆，成为巴菲特的知己兼顾问。《财富》杂志的编辑兼作家卡罗·路易斯解释说，巴菲特仍然非常尊崇格雷厄姆的理念，与此同时，芒格帮助他开拓投资思维，使他又向前迈进了一大步："芒格遇见巴菲特时，对优劣企业的差异，已有很强的见地，他曾任国际收割者经销商的董事，了解要改善一家本质平庸的企业非常困难，他住在洛杉矶，并注意到《洛杉矶时报》的事业非常兴旺，在他的观念中并没有便宜货的信条，因此在过去几年来，他与巴菲特的谈话中，总是向巴菲特灌输有关绩优企业的好处。原为伯克希尔子公司之一，后来并入母公司的蓝筹印花于1972年以账面价值的三倍买下喜诗糖果，投资绩优企业的时代由此开始。"①

巴菲特赞同路易斯的解释："如同格雷厄姆教导我挑选廉价股，芒格不断告诫我不要只买进便宜货，这是他对我最大的影响，让我摆脱了格雷厄姆观点的局限，这就是芒格思想的力量，他拓展了我的视野。"② 巴菲特表示，自己许多见解是慢慢向芒格的观点靠拢。"我在进化，我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类。"巴菲特对此简单补充道："如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。"③ 话虽如此，巴菲特还是花了很多时间，才能把他从格雷厄姆和芒格那儿所学到的东西进行融合，他说："我开始对以合理的价格买进优秀的公司很感兴趣。"④

巴菲特在伯克希尔1987年年报中对自己的进化速度之慢自嘲道："必须注意，你们的董事长总是使用快速学习法，仅仅用了20年时间就认识到买入一家好企业有多么重要。在这期间，我曾经到处寻找便宜货，很不幸我找到了一些。我得到的惩罚是从产品种类稀少的农场设备制造商、三流的百货商店以及新英格兰地

---

① ［美］珍妮特·洛尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003年，第118页、119页。
② ［美］珍妮特·洛尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003年，第119页。
③ ［美］珍妮特·洛尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003年，第119页。
④ ［美］珍妮特·格尔：《查理·芒格传》，海南出版社，2003年，第119页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区的纺织厂的经济状况中接受了教训。”

巴菲特投资策略的发展成熟：85%的格雷厄姆和15%的费雪

巴菲特作为格雷厄姆最出色的学生，深得格雷厄姆投资策略的真谛。同时，他也深入学习了费雪投资策略的精华。他并不因二者的许多不同而认为他们俩是相互对立或相互矛盾的，他认为格雷厄姆与费雪“在投资世界是平行的”。

在芒格的影响下，他在格雷厄姆投资策略的基础上，吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起，形成了自己成功的投资策略。这种融合体现在以下三个方面：

◆逐步的融合

巴菲特在伯克希尔公司1992年年报中谈到自己投资策略的演化时说：“在失败过几次之后，我终于想起某位职业高尔夫选手的建议，他说：‘不断的练习虽然无法达到完美的境界，但练习却能够使你的成绩永续维持。’也因此我决定改变我的投资策略，试着以合理的价格买进好公司而不是以便宜的价格买进普通的公司。”巴菲特强调自己的融合是逐步的：“我逐渐发展了他们的思想。从一个立场突然跳到另一个立场可不是我的风格。”①

巴菲特在伯克希尔公司1988年年报中将自己的成功归功于格雷厄姆所教的投资原则：“查理跟我运用大卫与格雷厄姆所教的原则，在伯克希尔公司的投资之上，我们的成功正代表着他们心血的结晶。”

◆投资原则的综合

分析巴菲特的投资策略，可见他在选股标准、集中投资、长期持有三个方面吸收的费雪成长股投资策略的优点，长期集中投

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第142页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资于优秀的大型公司。但是，巴菲特投资策略的根本原则仍是格雷厄姆的内在价值原则、“市场先生”原则、安全边际原则。巴菲特可以不采用费雪的三个原则，仍可以战胜市场，但如果他只采用费雪的三个原则，甚至可能赚不到钱。这也是他为什么说自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。

我认为，格雷厄姆的安全边际投资原则是巴菲特投资策略的基础，这保证他避免了像其他成长股投资人经常发生的巨额投资亏损，没有对安全边际原则的坚持，巴菲特根本不可能有今日的巨大成就。而费雪的优秀公司成长股投资策略则是巴菲特能够获得远远高于市场平均水平的投资利润率的主要原因，这使他取得了远远超出其他价值投资策略投资人的投资收益水平。这就是巴菲特能够比格雷厄姆、费雪积累要多得多的财富并成为最优秀的投资人的重要因素。

◆分析方法的综合

格雷厄姆非常强调定量分析，而费雪非常强调定性分析，但在进行股票价值评估时必须同时进行定量与定性分析，定量分析与定性分析是密切联系和不可分割的。

成功购买股票的最基本能力是准确预测未来的能力，但预测未来趋势的前提是对过去历史业务记录准确的分析。公司分析需要在对公司历史经营记录定量分析和未来经营预测定性分析二者之间进行一种有技巧的、适当的平衡。

巴菲特恰到好处地综合了格雷厄姆的定量分析和费雪的定性分析，形成了自己成功的投资策略。

巴菲特指出：“当以投资目的来评估证券与企业的时候，总是得同时将定性与定量因素参酌考虑。举一个极端的例子，一位以定性为导向的分析师说：‘买这家正点的公司（有良好的前景、产业状况与管理绩效），股价会自己照顾自己。’相反，定量因素的发言人则会说：‘就以那个正点的价格买进，这家公司（以及这只股票）自己照顾自己。’有趣的是，在证券市场当中，不管采用哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种观点都可以赚钱。当然，所有的分析师都在某种程度上混合使用了上述两种方式。他之所以被归类为某种门派，是因为他在做决定时，对不同因素相对比重有认识上的差异，而不是采用某一组因素之后，就完全摒弃其他因素。”①

9.3 巴菲特的投资策略：寻找超级明星股

这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会。

——巴菲特

任何一个想学习巴菲特投资策略的人，都必须从巴菲特每年在年报写给股东的信开始。对于成千上万不是伯克希尔公司股东、不能来奥马哈参加伯克希尔年度股东大会的投资者来说，30 多年来巴菲特每年写给股东的信是学习巴菲特的最好教科书。你能从中得到的教益胜过任何商学院的投资课程。

巴菲特控股伯克希尔公司后，1970 年起开始担任董事长至 2004 年的 34 年间每年给股东的信中经常公开讲述他的投资策略，并逐一讨论当年伯克希尔公司所有重大的投资情况。投资界的人士把巴菲特每年在伯克希尔公司年报中写给股东的信视为《投资圣经》，犹如念布道的经文一样背诵巴菲特的格言。

在看似平常的年报里，没有一张照片，没有一张图，非常简朴。伯克希尔公司的股东们非常熟悉巴菲特在每年年报中致股东的信的风格，文风独特，诙谐幽默，妙趣横生，智慧的思想火花

① ［美］珍妮特·洛尔：《价值投资胜经》，华夏出版社，2000 年，第 119 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随处可见。巴菲特在信中精辟地分析回顾了伯克希尔当年的主要投资举动，以及对公司所投资的优秀企业的经营管理的评述。

我们阅读巴菲特在伯克希尔公司年报中对投资策略的论述后，会吃惊地发现：巴菲特赖以创造超级财富和惊人业绩的投资策略却是非常简单，简单得不能再简单。而且巴菲特数十年来，总是慷慨无私地与大众分享他的伟大投资策略。

从 1965 年～2003 年，巴菲特把伯克希尔公司变成了一所传授他的投资思想的学校，课堂就是伯克希尔公司股东大会，教材就是他每年在公司年报中写给股东的信。

所有阅读过伯克希尔公司年报的人们，都认为从巴菲特致股东的信中所得到的教益远远胜过任何商学院的课程。亚当·史密斯说："一位投资者阅读了过去 20 多年来巴菲特致股东的信，就相当于阅读了一本教科书。而这本教科书也许是目前能够找到的惟一的、也是最好的关于股票市场、财务、投资的教科书。"

巴菲特主要在伯克希尔公司年报中对其投资策略进行了大量描述，我们将巴菲特的有关论述进行了系统整理后发现，巴菲特对格雷厄姆和费雪的投资思想进行了综合，形成自己的投资策略。他分别吸收了格雷厄姆的内在价值原则、"市场先生"原则、安全边际原则，同时吸收了费雪的竞争优势原则、集中投资原则、长期持有原则，形成自己投资策略的 6 个基本原则，这些基本原则是巴菲特寻找超级明星股的价值投资策略的核心。

竞争优势原则：
寻找具有持续竞争优势的超级明星企业

投资操作的第一步是选择目标企业。巴菲特选择企业的基本原则是，买入具有持续竞争优势的企业。

"我们始终在寻找有可以理解的、持续的和罕见的良好经营业绩的大型公司，这些公司由能力非凡并且为股东着想的管理人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运作。这个重要的条件并不能保证利润：我们不仅必须以合理的价格买入，而且要从我们拥有的公司获得与我们的预期一致的业绩。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会。”①

“真正伟大的投资理念经常能用简单的一句话来概括：我们喜欢一个具有持续竞争优势的企业且这个企业由一群为股东服务的人来管理。”②

“对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。”③

“我们的股票投资策略与过去我们在 1977 年年报中所谈到的没有什么变化：我们选择可流通的证券与评估一家需要整体收购的企业的方法极为相似。我们的投资目标是这样的企业：（a）我们能够了解；（b）有长期良好发展前景；（c）由诚实和正直的人经营管理；（d）能以有吸引力的价格买入。”④

巴菲特之所以选择投资于具有持续竞争优势的超级明星企业，是因为具有突出竞争优势的企业，具有超出产业平均水平的超额盈利能力，长期来说能够创造远远高于一般企业的价值增值。

内在价值原则：根据现金流量确定公司的内在价值

价值投资人首先要对公司价值进行评估，确定自己准备买入的企业的价值是多少，然后才能确定自己支付的价格。因此，价

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1991.

② Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1994.

③ Warren Buffett：“Mr. Buffett on the stock Market”，FORTUNE，Nov. 22，1999.

④ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值评估是价值投资的前提、基础和核心。巴菲特在伯克希尔股东1992年年报中对内在价值说明如下："内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。内在价值的定义很简单，它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。但是内在价值的计算并不如此简单。正如我们定义的那样，内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须改变的估计值。"

"市场先生"原则：
利用市场的短期无效性与长期有效性

巴菲特在伯克希尔1987年年报中对"市场先生"进行了深入的分析：

"很久以前，我的朋友和老师本杰明·格雷厄姆曾描述过对市场波动的心态，我认为这对于投资是否成功具有特别的意义。你必须想像市场报价来自于一位特别乐于助人的称为'市场先生'的朋友，他是你私人企业的合伙人。'市场先生'每天都会出现，报出一个他既可以买入你的股份也可以卖给你的股份的价格。尽管你们俩所持有股票的合伙企业具有非常稳定的经济特性，但'市场先生'的报价却有各种可能。因为不幸的是，这个可怜的家伙有感情脆弱的老毛病。"

……

"但是，就像舞会上的灰姑娘，你必须留意一则警告，否则一切都会变回到南瓜和老鼠：'市场先生'会服侍你，但不会指导你。是他的钱包，而不是他的智慧，对你更有用。如果某一天他表现得愚蠢至极，那么你可以随意忽略他或者加以利用，但如果你受到他的影响，那将会十分悲惨。实际上，如果你不能确定你远比'市场先生'更加了解你的公司并能够正确估价，那么你就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能参加游戏。”

“遵循本杰明·格雷厄姆的教诲，查理和我让我们的可流通权益通过我们的运作结果——而不是它们每天的，甚至是每年的报价——来告诉我们投资是否成功。市场可能会在一段时期内忽视公司的成功，但最终一定会加以肯定。此外，只要公司的内在价值以令人满意的速率增长，那么公司被认知成功的速度就并不那么重要。实际上，滞后的认知有可能是一种有利因素：它有可能给我们以低价买到更多好股票的机会。”

巴菲特的投资经验表明：尽可能减少和避免行为认知偏差，保持理性，远比“市场先生”更加了解你的公司并能够正确评估公司价值，利用市场的短期无效性低价买入，利用市场长期内向价值回归来赚取巨大的利润。

安全边际原则：买入价格的安全边际是投资成功的基石

关于确定买入价格的原则，巴菲特在伯克希尔公司1992年年报中指出安全边际原则是成功投资的基础：“……我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种‘安全边际’原则——本杰明·格雷厄姆尤其强调这一点——是成功的基石。”

“我们的优势更大程度上来源于我们的态度：我们已经从本杰明·格雷厄姆那里学到，投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入它的股票。”①

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1985.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中投资原则：
集中投资于少数优秀企业

巴菲特的投资原则是“把所有的鸡蛋放在一个篮子里”，集中投资于5家～10家具有长期的持续竞争优势且其价值被市场严重低估的企业股票。

与现代投资组合管理理论主张的分散投资完全不同，巴菲特采用集中投资策略，根本原因是集中投资既能降低风险又能提高回报。许多价值投资大师的投资业绩以及实证研究都支持集中投资可以持续战胜市场的结论。

集中投资原则在应用中最关键的环节是概率估计及集中投资比例决策。巴菲特坚持投资成功的前提是寻找到了概率估计的确定性，只投资那些竞争优势的长期持续“注定必然如此”的优秀企业。巴菲特对自己集中投资的股票数目限制在10只以内。

“如果你是一位学有专长（know-something）的投资者，能够了解企业的经济状况，并能够发现5家～10家具有长期竞争优势的价格合理的公司，那么传统的分散投资对你来说就毫无意义，那样做反而会损害你的投资成果并增加投资风险。我不明白，为什么有些投资者会选择将资金投到一家在他喜欢的公司中名列第20位的公司，而不是将资金投入到最喜欢的几家——他最了解、风险最小、并且利润潜力最大的公司里。”①

长期持有原则：长期甚至永远持有

巴菲特则愿意永久持有那些优秀企业的股票。“投资的一切在于，在适当的时机挑选好的股票之后，只要它们的情况良好就一

---

① Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直持有”。①

巴菲特之所以强调长期持有，除了我们在市场原则分析中指出的只有经过较长的时期股票价格才逐步向价值回归的原因之外，还包括以下三个原因：长期持有通过复利的巨大作用将使投资收益率的微小差异形成最终巨大的财富积累差异；长期持有通过减少交易次数而使交易成本大大降低；长期持有通过大大减少资本利得税而使税后收益最大化。

“每当查理和我为伯克希尔的保险公司购买普通股的时候，我们像在购买一家私营公司那样着手整个交易。我们着眼于这家公司的经营前景，负责运作公司的人员，以及我们必须支付的价格。我们从不考虑在什么时候或以什么价格出售。实际上，我们愿意无限期地持股，只要我们预期这家公司的内在价值能以令人满意的速度增加。”②

“如果你不愿意拥有一家股票 10 年，那就不要考虑拥有它 10 分钟。”③

① ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 131 页。

② Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1987.

③ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Report. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章　彼得·林奇：最成功的基金经理

彼得·林奇——历史上最传奇的基金经理。

——美国基金评级公司

在人们的眼中，他是一个选股的天才，他仿佛拥有点石成金的金手指，他创下了有史以来最高的投资报酬率，使投资人资本 13 年增值 29 倍，他掌管的麦哲伦基金规模也从最初的2 000万美元增长到 140 亿美元，成为当时世界上规模最大、也是投资业绩最优秀的投资基金。

这个“选股天才”就是麦哲伦共同基金管理人彼得·林奇。彼得·林奇对投资基金的贡献，就像是乔丹之于篮球，邓肯之于现代舞蹈。他把整个基金管理提升到一个新的境界，他让选股变成了一种艺术。彼得·林奇被《时代》杂志评为“全球最佳基金经理”，被美国基金评级公司评为“历史上最传奇的基金经理”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.1 彼得·林奇的投资业绩：13年29倍

如果你够幸运，和我一样赚了相当多的钱，当赚的钱多到一定程度，这时候你就必须做出一个选择：是继续为了赚更多钱而生存，辛辛苦苦一辈子只是金钱的奴隶呢，还是让你赚的钱为你服务，从此成为金钱的主人，让自己享受更多的人生幸福呢？

——彼得·林奇

林奇从基金经理退休后回顾自己的投资经历感叹到选股并没有祖传秘诀，而是后天努力学习训练形成的能力："选股根本没有什么祖传秘诀。很多人往往把自己投资亏损归咎于某些天生不足，认为其他人投资成功是因为他们天生就是一块投资的料。但是，我个人的经历却完全否认了这种说法。我一点也不像人们所想像的如同球王贝利还是婴儿时就会玩足球那样天生早慧，我躺在摇篮里的时候也没摸过什么股票自动行情报价机，我的乳牙刚刚长出时也从没有咬过什么报纸上的股票专版。据我本人所知，我即将出生时，我父亲从来没有离开过等候区一步去打听通用汽车公司股价的涨跌如何，而我母亲在阵痛期间也从来没有问过一句美国电话电报公司（AT&T）的分红是多少。"①

① ［美］林奇、罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第4页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从球童到基金公司研究分析师

1944 年 1 月 14 日，彼得·林奇出生于美国波士顿。父亲曾经是彼士顿学院的一个数学教授，后来离开学校，成为约翰·汉考克公司最年轻的高级审计师。可是不幸的是，在林奇 7 岁时父亲染病，他 10 岁那年，父亲因脑癌去世。

为了生计，母亲不得不出去打工。为了省钱，林奇也从私立学校转到了公立学校。11 岁时，他在高尔夫球场找了份球童的工作。这份工作对他十分理想，一个球童工作一个下午比一个报童工作一周挣得还多。

聪明好学的林奇从高尔夫俱乐部的会员们对股票的谈论中，接受了股票市场的免费教育，知道了不同的投资技巧，其中一些人成功的投资经历潜移默化地影响了他以后的投资生涯。

高中毕业后，林奇顺利考入波士顿学院。但他仍然继续做球童。他用他努力工作赚的小费和获得的弗朗西斯·维梅特球童奖学金支付了大学学费。

大学期间，林奇偏爱文科。除了必修课外，他并没有选修科学、数学和财会等商业基础课程，而选修了社会科学，如历史学、心理学、政治学，还学习了玄学、认识论、逻辑、宗教和古希腊哲学。林奇回首往事时感叹道，股票投资是一门艺术，而不是一门科学，历史和哲学在投资决策时显然比统计学和数学对选股的帮助更大，尤其是逻辑学让他发现了华尔街上投资人行为的不合逻辑之处。

林奇省下所有不必要的开支储蓄资金准备投资。经过深入研究之后，1963 年在他上大二的时候，他以每股 7 美元的价格买入他的第一只飞虎航空公司股票。不到两年，飞虎航空股价就上涨到了 32.75 美元。林奇逐步抛出股票，然后用这笔第一次选股赚到的钱作为学费，进入著名的宾州大学沃顿商学院，获得了 MBA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学位。

在波士顿学院上四年级时，在他做球童时的客户的推荐下，林奇来到世界最大的投资基金管理公司——富达公司申请了一份非常难得的暑假实习工作。实习期间，他主要撰写分析报告，并对全国各地许多上市公司进行大量的参观调研，这使林奇打破了对股票分析行业的神秘感。

实习时看到的现实市场让回到学校后的林奇对书本上的有效市场理论产生了根本性的怀疑，他放弃了理论，开始认真研究学习他亲眼看到的富达公司成功投资人士的投资策略。

麦哲伦基金神话

1969 年，林奇服了两年兵役后，正式进入富达工作，成为一名研究分析师。

1974 年 6 月，林奇升任富达公司的研究主管。

1977 年之后，林奇被任命为富达旗下的麦哲伦基金的主管。当时的麦哲伦基金资产规模仅有2 000万美元，投资组合只有 40 只股票。尽管规模不大，但在公司总裁内德·约翰逊的鼓励下，这 40 只股票基金为林奇提供了一个可以尽情施展才华的舞台。

林奇是一个名副其实的工作狂，对基金投资管理工作表现出着魔一般的狂热，每天的工作时间长达十五六个小时。他每天要阅读几英尺厚的财务报告和文件，他每年要旅行 16 万公里去各地进行实地考察。此外，每年他还要与 500 多家公司的经理进行交谈，在不进行阅读和访问时，他则会几小时几十小时地打电话，从各个方面来了解公司的状况、投资领域的最新进展。在投资界，恐怕没有人比他工作更努力，也没有人比他研究的范围更广。

1990 年，林奇管理麦哲伦基金已经 13 年了，就在这短短的 13 年，彼得·林奇创造了一个奇迹和神话！麦哲伦基金管理的资产规模由2 000万美元成长至 140 亿美元，基金投资人超过 100 万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，成为当时全球资产管理规模最大的基金。麦哲伦的投资业绩也名列第一，13 年的年平均复利报酬率达 29%。由于资产规模巨大，林奇 13 年间买过15 000多只股票，其中很多股票还买过多次，赢得了“不管什么股票都喜欢”的名声。

1977 年，投资人如果投资 1 万美元买入麦哲伦基金，那么在彼得·林奇的管理下，1990 年将增值到 29 万美元，投资收益率高达 29 倍。

急流勇退

1991 年 5 月 31 日，也是林奇管理麦哲伦基金 13 周年之际，他却在自己事业最巅峰的时刻选择离职。他的离职非常突然，却并非一时的心血来潮。

“尽管我管理的基金投资规模相当于厄瓜多尔整个国家的国民生产总值，这让我很有成就感，也很风光，但是，我为此也付出了惨重的个人生活代价，我无法享受经常与家人相伴的幸福时光，无法享受看着孩子们一天天长大的天伦之乐。孩子们长大时变化可真快，简直一个星期一个样，几乎每个周末他们都得向我自我介绍，我这个平日只顾忙于投资却根本不沾家的老爸才能认出来谁是谁。”

“如果你够幸运，和我一样赚了相当多的钱，当赚的钱多到一定程度，这时候你就必须做出一个选择：是继续为了赚更多钱而生存，辛辛苦苦一辈子只是金钱的奴隶呢，还是让你赚的钱为你服务，从此成为金钱的主人，让自己享受更多的人生幸福呢?”

他是亿万富翁，他让许多基金持有人也成为了亿万富翁，但他却从来不是金钱的奴隶，而是主人。

林奇毅然选择了退出基金管理圈。现在这个曾经的“股市天才”就像任何一个平常的父亲一样，在家教导自己的小女儿，同时他积极参与慈善事业，用他创造的财富来享受他幸福的家庭生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活，同时也用这些财富帮助其他人来寻找幸福的生活。

林奇先后出版了三本投资著作，国内均已翻译出版：《彼得·林奇的成功投资》、《战胜华尔街》、《学以致富》。我们认为《彼得·林奇的成功投资》这本书写得最好，也易懂易学，当然这本书也是《纽约时报》年度最佳畅销书，10 年销量超过 100 万册。

10.2 彼得·林奇的投资策略：寻找 10 倍股

绝对不可能找到一个各种类型的股票普遍适用的公式。

——彼得·林奇

按照投资操作的 6 个基本步骤：选择目标企业、评估内在价值、分析市场价格、确定买入价格、分配投资比例、确定持有期限，经过对林奇有关投资策略的论述的收集整理，我们将其投资策略逐一总结为 6 个基本原则。

◆林奇的选股原则：分门别类，与众不同

林奇分析公司业务的方法主要是根据公司销售或产量的增长率将其划分为六种类型公司的股票：缓慢增长型、稳定增长型（stalwart's）、快速增长型、周期型、隐蔽资产型（asset plays）、困境反转型。

林奇认为，所有经济实体的“增长”都意味着它今年的产出比去年更多。衡量公司增长率有多种方法：销售量的增长、销售收入的增长、利润的增长等。

稳定缓慢增长型公司的增长非常缓慢，大致与一个国家 GNP

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长率相等。

快速增长型公司的增长非常迅速，有时一年会增长20%～30%，甚至更多。在快速增长型公司中你才能找到价格上涨最快的股票。

需要注意的是，一家公司的增长率不可能永远保持不变。一家公司并不总是固定的属于某一种类型。

在不同时期，在公司发展的不同阶段，公司的增长率在不断变化，公司也往往从最初的类型后来转变为另一种类型。

林奇在分析股票时，总是首先确定这个公司股票所属的不同类型，然后相应确定不同的投资预期目标，再进一步分析这家公司的具体情况，分别采取不同的投资策略。因此，林奇认为：“将股票分类是分析公司股票的第一步。”①

我们只能首先分析确定公司股票的类型，对不同的类型采取不同的投资策略。那些千篇一律式的陈词滥调般的投资原则往往是非常愚蠢的。比如，当你的投资翻番时就把股票卖掉，两年后就把股票卖掉，当价格下跌10%时卖掉手中的股票可以减少损失，等。你千万不要相信这些是放之四海而皆准的投资原则。

请记住林奇的忠告：

“绝对不可能找到一个普遍适用于各种类型股票的选股法则。”②

“不管某一天股市下跌508点还是108点，最终优秀公司将会胜利，而普通公司将会失败，投资于这两类完全不同的公司的投资者也将会相应得到完全不同的回报。”③

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第128页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第127页。

③ ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第XXXⅥ页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于选股，林奇一再告诫投资者要独立思考，选择那些不被其他人关注的股票，做真正的逆向投资者：

"真正的逆向投资者并不是那种与人人追捧的热门股对着干的投资者（例如卖空一只所有人都在买入的股票）。真正的逆向投资者会耐心等待市场热情冷却下来，然后再去买入那些不再被人关注的公司股票，特别是那些让华尔街感到厌倦无聊的公司的股票。"①

林奇认为自己成功的主要原因在于与众不同的选股策略："尽管出现过这么多的投资失误，在我掌管富达麦哲伦基金的这 12 年间，这只基金的单位净值还是上涨了 20 多倍——其中一部分原因是由于我发现了一些很少为人所知以及不再受到大众喜爱的冷门股票，并且我对这些股票进行了独立研究分析。我坚信任何一位投资者都同样可以利用我的股票投资策略来投资获利。"②

林奇的选股策略的与众不同之处主要在于以下几个方面：

◆不选热门股，只选冷门股

人们往往对热门股追捧得趋之若鹜，林奇却对热门股回避得惟恐不及：

"如果说有一种股票我避而不买的话，那它一定是最热门行业中最热门的股票。"③

热门股之所以如此热门，是因为其股价涨得很快，快得总是让人觉得不可思议。遗憾的是热门股跌起来也很快，甚至比涨得还快，快得让你找不到脱手的机会。

林奇对无人问津的冷门股却热情无限："如果你找到了一只机

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 62 页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第Ⅳ页。

③ ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 160 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构投资者持股很少甚至根本没有持股的股票，你就找到了一只有可能赚大钱的潜力股。如果你找到一家公司，既没有一个股票分析师拜访过这家公司，也没有一个股票分析师说自己十分了解这家公司，你赚钱的机会就又大了一倍。”①

林奇发现找到冷门股的一个规律是：那些业务让人感到乏味、厌烦、甚至郁闷的公司股票，一般是少人问津的冷门股，却最终会成为股价不断上涨的大牛股。

◆避开高增长易变行业，关注低增长稳定行业

投资于高增长行业几乎是股市中投资策略的一个主流，林奇却对此不屑一顾：“很多投资者却热衷于投资高增长行业，这里总是人声鼎沸，热闹非凡。但我却并非如此。相反我热衷于投资低速增长行业，例如塑料小刀和叉子行业，但是，我更喜欢的是比低增长行业增长率更低的零增长行业，比如丧葬服务业。往往在这种零增长行业中可以寻找到最赚钱的大牛股。”②

那么，林奇为什么如此与众不同呢？因为他发现高增长行业吸引了大批想进入该行业分享奶酪的聪明人和强势企业，而众多竞争对手的进入使该竞争变得非常激烈，公司很难持续保持利润率，股价相应会下跌。而低增长行业同时是低竞争行业，公司容易持续保持利润率，股价相应会随着利润的上升而上升。

◆远离高技术公司，关注低技术公司

1995 年～1999 年更是一次史无前例的牛市，指数上涨一倍，连续 5 年股票的回报率都在 20% 以上。这次大牛市中，人们对网络股等高科技企业的狂热是最大的推动力。但是，在人们的狂热中，林奇却再次宣称自己是技术厌恶者：

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 140 页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 144 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“一直以来我都是技术恐惧者（technophobic）。我个人的经验表明，一个投资者要想获得成功并不需要赶潮流。事实上，我所知道的绝大多数伟大的投资者（首当其冲的就是沃伦·巴菲特）都是技术恐惧者。他们从来不会购买自己不了解其业务的公司股票，我也同样如此。”①

林奇和巴菲特一样，从来不会买入那些自己不了解其业务情况的、变化很快的、未来发展不稳定的公司股票。他同样坚持只投资于自己能够完全理解的传统稳定行业的公司股票。林奇说：

“当周围有如此多稳定行业的股票可供选择时，为什么非得要冒险购买那些易变行业的股票呢？”

◆别选多样化公司，关注专业化公司

林奇如此厌恶公司通过收购实现多样化，以至于他将其讽刺地称为“多元化恶化”：

“那么，盈利不错的公司通常不是把赚来的钱用于回购股票或者提高分红，而是更喜欢把钱浪费在愚蠢的收购兼并上。这种一心一意想要‘多元化’的公司寻找的是具备以下特点的收购对象：（1）收购价格过于高估；（2）经营业务完全超出他们的理解范围，这两点毫无疑问会使公司在收购后发生的损失最大化，‘多元化’的最终结果变成了‘多元恶化’。”②

相反，林奇喜欢寻找专业经营的优秀公司。比如，他非常关注抽资独立型公司。采用抽资摆脱做法的子公司或者分公司就会变成独立自由的经济实体。尤其是兼并和收购浪潮中成为恶意收购对象的公司，往往通过卖掉或者抽资摆脱做法，与子公司脱离关系后很快就可以击退恶意收购者，这时独立出来的子公司的股票就会独立上市。

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第Ⅶ页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第166页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆不选竞争对手多的公司，只选竞争对手少的公司

人们往往关注那些在激烈竞争中脱颖而出的著名公司，而往往忽略了那些长期独霸行业却默默无闻的隐形冠军企业。

但林奇却与众不同："相比较而言，我更愿意拥有一家地方性石料场的股票，也不愿拥有20世纪福克斯电影公司的股票，因为一家电影公司面临着许多其他电影公司的激烈竞争，而石料场却有一个利基（Niche），在它占据的市场内没有什么竞争对手。"①

林奇对拥有市场领地的优势企业情有独钟："我总在寻找这种拥有利基的公司，一个完美的公司必须拥有一个利基。"② 这种领地使公司获得了能够在所在市场领地形成的一种排他性独家经营权。这种排他性独家经营权正是林奇寻觅的阿拉丁神灯："无论如何夸大排他性的独家经营权对于一家公司或者公司股东们的价值也不为过分……一旦你在任何一种产品上获得了排他性的独家经营权，你就可以提高产品定价。"③

林奇发现巴菲特和他一样，非常钟情于寻找具有独家经营权的优秀企业。林奇敬佩地说，巴菲特通过向"独家经营权"型公司投资赚了数十亿美元。

◆别听内幕消息，只看公司及其内部员工买入行动

对于一般投资人来说，有一种正大光明却比内幕消息更为准确可靠的方法：那就是观察公司员工买入自己公司的股票及公司回购自身股票的行动。这种行动，代表公司员工、公司本身对未来充满信心，他们对公司有着最内部的消息，最直接、最全部的理解，其买入行动是一个非常积极的信号。

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第146页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第147页。

③ ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第147页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇认为，公司回购自身股票是对公司未来充满信心的重要表现，而且回购股票长期而言会提高股票的价值："回购股票是一家公司回报股东的最简单也是最好的方法。如果一家公司对自己未来的发展充满信心，为什么不可以也像公司股东那样投资于自家公司的股票呢……从长期来看，这些回购股票的行动只会对投资者有百利而无一害。"①

林奇认为，如果公司的普通员工们也在积极购买本公司的股票时，那就是一个非常重要的买入信号："没有什么样的秘密消息能比一家公司内部人士（insider）正在买入自家公司的股票更能表明一只股票的投资成功可能性。"一个年薪2万美元的普通员工，却用1万美元买入本公司的股票，这肯定是一次对其本人来说有重大意义的投资行动。但林奇认为："公司内部人士购买自家公司股票只有一个原因：他们认为股票的价格被低估了，他们相信最终股价肯定将会上涨。"②

林奇的估值原则：市盈率为主，综合估值

林奇主要采用市盈率进行股票估值。

按照林奇对股票的六种分类，不同类型公司的股票市盈率差别也很大。许多投资者通过对不同行业之间、同一行业不同公司之间的市盈率比较，寻找市盈率偏低的股票，从中获取超额投资利润。但林奇提醒我们，低市盈率股票并非就一定值得投资："一些专门寻找便宜货的投资者认为不管什么股票只要它的市盈率

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第152页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第152页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低就应该买下来，但是这种投资策略对我来说没有什么意义。我们不应该拿苹果与桔子相比。因此，对于道化学公司股票而言明显偏低的市盈率，对于沃尔玛公司股票而言却并非如此。”①

只考虑市盈率当然很傻，但市盈率毕竟是一个非常容易得到的数据，在正确运用时对分析股票也有相当大的用途，因此，你不能对其不理不睬，而是要合理分析。

在根据市盈率判断股票高估还是低估时，一定要进行充分、全面的比较。一是将行业市盈率与市场整体市盈率进行比较；二是将目标公司的市盈率与行业平均市盈率比较；三是将目标公司不同年份的历史市盈率进行比较。

关于市盈率指标的运用，林奇给投资者的一个忠告是：“即使关于市盈率你什么都记不住的话，你也一定要牢记一点：千万不要买入市盈率特别高的股票。”②

林奇也会用每股账面资产与股价进行比较，但他很清楚这样做有潜在风险：“公司财务报告上的‘账面价值’往往与公司的实际价值没有什么关系，账面价值经常严重高估或者低估了公司的真实价值。”③ 林奇提醒我们，当你为了账面价值而购买一只股票时，你必须仔细考虑一下那些资产都是些什么，到底真实的市场价值是多少。在分析公司资产时，林奇十分强调库存现金。如果库存现金数额巨大，就必须根据库存现金对其股价进行调整后，再计算市盈率。如果不考虑数额很大的库存现金的话，那么我们就会低估公司股票的价值。

林奇也会找到一些收益适中却非常值得投资的公司，这主要

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 191 页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 192 页。

③ ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 256 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为它的自由现金流。通常这种公司都拥有一大笔旧设备的折旧，而这些旧设备短期内不会被淘汰。这种公司在改革的过程中还可以继续享受税收减免待遇（设备的折旧费用是免税的）。这些折旧使公司的自由现金流远远大于报表上的现金流，容易使一般投资者低估其股价。但林奇对现金流量的定义非常严格："如果你购买股票的依据是现金流量的话，那么一定要牢记这个现金流量指的是自由现金流量。自由现金流量是指扣除正常的资本支出之后剩余下来的现金。这是一笔流入进来却不必再用于支出的现金流量。"①

林奇看待股市的原则：收益线与价格线

林奇认为，最终公司股价的走势取决于公司价值。尽管有时要经过数年时股价才能调整到与公司真实价值相符的水平，但是有价值的公司即使股价下跌很久，也最终会上涨，至少在多数情况下是这样。

投资者在任何一张既有股票价格走势线又有收益线这样的股票走势图上都会看到这种股票价格走势与收益走势基本相符的情形。林奇这样总结股票价格波动的规律：

"股票的价格线与收益线的波动是并驾齐驱的，如果股票价格线的波动偏离了收益线，它迟早还会回复到与收益线相一致的趋势上。人们可能会关心日本人和韩国人对于股票的影响做了什么，但是最终决定一只股票的命运的还是收益。人们可能会把赌注押在股票短期波动上，但从长期来看公司收益的波动最终决定了股价的波动。"②

例如，道化学公司 1971 年 ~ 1975 年和 1985 年 ~ 1988 年间收

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 267 页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 183 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益增加时股票价格随之上涨。在这两个时期之间，也就是从 1975 年～1985 年，道化学公司的收益波动很大，同时股票价格的波动也很大。

1958 年～1972 年间，雅芳公司收益持续上涨，股价也相应从 3 美元上涨到惊人的 140 美元。尽管大家对这只股票普遍看好，但相对于收益来说股价明显太高了。1973 年公司收益大跌，让投资人幻想破灭，股价也随之大跌。

林奇买入股票的原则：选择最佳时机

林奇认为，选择买入股票的最佳时机的前提是发现被市场低估的股票："事实上，买入股票的最佳时机往往就是你确信发现了价值可靠却价格低廉的股票之时——正如你在商场中发现了一件价廉物美的商品一样。"①

林奇从多年投资经验中发现最佳交易时机可能出现在以下两种特定时期。

第一种时机是出现在年底。股价下挫最严重的时期总是出现在一年中的 10 月到 12 月之间，这并非偶然，因为经纪人和投资人往往为了年底消费，愿意低价卖出股票。机构投资者同样喜欢在年底清除一些亏损的股票以便调整未来的证券组合。所有这些抛售行为将导致股价下跌，对于价位较低的股票影响更加严重。

第二种时机出现在每隔几年市场便会出现的崩盘、回落、狂跌时期。在这些令人惊惶的时期，如果投资人有足够的勇气在内心喊着"卖出"时仍镇静地买入，就会抓住那些曾认为不会再出现的良机。对于那些经营良好而且盈利可观的公司股票，在市场崩溃时期反而是良好的投资时机。

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 314 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇的投资组合原则：集中投资，适当分散

长期以来一直存在集中投资与分散投资两种完全对立的投资组合管理观点。林奇却并不偏执于某一种组合模式："投资的关键并非确定一个持股的合理数量，而是逐一调查研究确定每一只股票的质量。"①

林奇认为：确定投资的前提是研究分析股票价格是否合理："如果你对一只股票做了所有应该做的研究工作，并且以合理的价格买入，这样就已经把投资风险降低到相当小的程度上了。"② 相反如果购买一只价格高估的股票就是一件不幸的事。因为即使这个公司取得了很好的业绩，投资人仍然难以从中赚钱。

林奇认为，投资应该尽可能集中投资优秀企业的好股票，而不能单纯为了多元化投资于自己不了解的股票。投资者应该尽可能多地持有符合以下条件的股票："（1）你个人工作或生活的经验使你对这家公司有着特别深入的了解；（2）通过一系列的标准进行检查，你发现这家公司具有令人兴奋的远大发展前景。你通过认真研究结果发现符合这些条件的也许只有一只股票，也许会有十来只股票，股票数量多少无关紧要，关键是质量高低……只是为了投资组合多元化而分散投资于一些你并不了解的公司股票是毫无益处的。对小投资者来说愚蠢的多元化投资所导致的后果非常恐怖、非常可怕。"③

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 305 页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 307 页。

③ ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002 年，第 305 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但林奇同时认为，为了避免一些不可预见的风险发生，只投资于一只股票是不安全的，一个小的资产组合中应含有 3 只～10 只股票较为适宜，这样既可以分散风险，又有可能产生更多收益。

（1）如果你希望寻求“10 倍股”（tenbagger），那么你拥有的股票越多，在这些股票中出现“10 倍股”的可能性就越大。

（2）拥有的股票越多，资产组合调整的弹性就越大，这是林奇投资策略的一个重要组成部分。有些人认为，林奇的投资成功在于其只投资于增长型股票，其实林奇投资于增长型股票的资金从未超过基金资产的 30%～40%，余下部分被分别投资于其他类型的股票以分散风险。“尽管我总体上拥有 1 400 只股票，但我管理的麦哲伦基金一半资产只投资于 100 只股票，2/3 的基金资产投资于 200 只股票，1% 的资金分散投资于 500 只目前只能算是二流投资机会却有可能以后成为一流投资机会的股票上，我定期监视追踪这些股票的发展变化。我一直在所有股票类型中寻找具有投资价值的股票。”①

林奇认为，在选择分散投资的对象时应考虑下列因素：

增长缓慢型股票是低风险、低收益的股票；稳定增长型股票是低风险、中等收益的股票；如果你确信了资产的价值，资产富余型股票是低风险、高收益的股票；周期型股票取决于投资人对周期的预期准确程度，可能是低风险、高收益，也可能是高风险、低收益。同时，十倍收益率股票易于从快速增长型或转型困境型股票中获得，这两种类型的股票都属于既是高风险又是高收益类型的股票。越是有潜力增长的股票越有可能下跌。

林奇认为，在投资组合管理中，要不断地复查自己的股票，同时仔细观察股市动态，根据公司及股市的变化对股票进行适当调整。

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2000 年，第 307 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇的持股原则：长期投资胜过短期投资

林奇是长期投资的信奉者："没有人能够比我更加坚定地信奉长期投资。但是，正如圣经中所说"你想要别人如何待你，你就该如何待人"的黄金法则（golden rule）一样，说起来容易做起来难。"①

林奇同样注意到，由于有了短线投资者和一些专业的对冲基金管理人员，使得现在股票的换手率变得异常迅速，短期交易已经充斥整个市场，并对市场行情产生了重大影响，造成了市场的更大波动。

但林奇非常反对短线交易："指望依靠当天交易这种短线投资来赚钱谋生就像指望依靠赛马和玩21点赌牌谋生一样，机会非常渺茫。事实上，我把当天交易这种短线投资看做是在家里玩的卡西诺纸牌游戏（casino）。在家里玩卡西诺纸牌游戏的缺点是要做大量的记录工作。如果你在股市上每天交易20次，那么一年下来要交易5 000次，而且所有的交易情况都必须记录下来并制成报表，然后向美国国税局申报纳税。因此，当天交易这种短线投资只不过是一个养活了一大批会计人员的游戏。"②

请记住林奇关于长期投资的一句格言："炒股和减肥一样，决定最终结果的不是头脑，而是毅力。"

---

① ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第XXⅡ页。

② ［美］林奇，罗瑟查尔德：《彼得·林奇的成功投资》，机械工业出版社，2002年，第XXⅢ页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要参考文献

◆中文文献

1. ［美］本杰明·格雷厄姆、戴维·多德：《证券分析》，海南，海南出版社，1999 年。

2. ［美］本杰明·格雷厄姆：《格雷厄姆投资指南》，江苏，江苏人民出版社，2001 年。

3. ［美］珍妮特·洛尔：《格雷厄姆论价值投资》，海南，海南出版社，1999 年。

4. ［美］菲利普·费雪：《怎样选择成长股》，海南，海南出版社/三环出版社，1999 年。

5. ［美］巴菲特著，坎宁安整理：《巴菲特致股东的信：股份公司教程》，北京，机械工业出版社，2004 年。

6. ［美］罗杰·洛文斯坦：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南，海南出版社，1997 年。

7. ［美］安迪·基尔帕特里克：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，北京，民主与建设出版社，2003 年。

8. ［美］罗伯特·海格士多姆：《沃伦·巴菲特之路》，北京，清华大学出版社，1998 年。

9. ［美］罗伯特·哈格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合》，北京，机械工业出版社，2000 年。

10. ［美］汉格斯特龙编：《从牛顿、达尔文到巴菲特》，北京，机械工业出版社，2002 年。

11. ［美］珍妮特·洛尔：《沃伦·巴菲特如是说》，海南，海南出版社，1998 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. ［美］蒂默西・韦克：《巴菲特怎样选择成长股》，北京，中国财政经济出版社，2002 年。

13. ［英］理查德・西蒙斯：《巴菲特经典投资案例——投资者操作手册》，北京，中国财政经济出版社，2003 年。

14. 刘建位：《巴菲特的 8 堂投资课——当代最伟大的投资者智慧妙语》，北京，民主与建设出版社，2005 年 1 月。

15. 刘建位：《巴菲特股票投资策略》，北京，机械工业出版社，2005 年 6 月。

16. ［美］劳伦斯・A・克尼厄姆：《向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资》，北京，中国财政经济出版社，2001 年。

17. ［美］格林威尔等：《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特》，北京，机械工业出版社，2002 年。

18. ［美］珍妮特・洛尔：《价值投资胜经》，北京，华夏出版社，2000 年。

19. ［美］珍妮特・洛尔：《查理・芒格传》，海南，海南出版社，2003 年。

20. ［美］林奇、罗瑟查尔德：《彼得・林奇的成功投资》，北京，机械工业出版社，2002 年。

21. ［美］彼得・林奇：《战胜华尔街》，上海，上海财经大学出版社，2002 年。

22. ［美］Charles H. Brandes：《股市北斗星：高获利价值投资法》，北京，华文出版社，2001 年。

23. ［美］戴维・德瑞曼：《逆向投资策略》，广东，海天出版社，2001 年。

24. ［美］约翰・特雷恩：《新金融大师》，海南，海南出版社，1998 年。

25. ［美］约翰・特雷恩著，姚文平、孙林译：《跟我学投资》，江苏，江苏人民出版社，2001 年。

26. ［美］杰里米・J・希格尔：《股票：长线法宝》，海南，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海南出版社，2000 年。

27. ［美］安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特：《华尔街价值投资》，海南，海南出版社，2001 年。

28. ［美］约翰·C·鲍格尔：《共同基金常识》，上海，百家出版社，2001 年。

◆英文文献

1. Barney, J. B. 1991. "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage". Journal of Management 17, p. 102.

2. Buffett, Warren E., "Mr. Buffett on the Stock Market". FORTUNE, Nov. 22, 1999.

3. Buffett, Warren E., "Mr. Buffett on the Stock Market", FORTUNE, Nov. 10, 2001.

4. Buffett, Warren E., Berkshire Hathaway Inc. annual report, 1977 ~ 2004.

5. Buffett, Warren E., 1984, "The Super – investors of Graham – and – Doddsville" in Hermes, the Columbia Business School magazine (Fall 1984): 4 ~ 15.

6. Charles Mackay (1841). Extraordinary Popular Delusions and the Madness in Crowds. Barnes & Noble Inc; 1994.

7. De Bondt, W. and R. H. Thaler (1985): "Does the Stock Market Overreact?", Journal of Finance, 40: 793 ~ 805.

8. De Bondt, W., Thaler, R. (1990): "Do Security Analysts Overreact?" American Economic Review, Vol. 80, S. 52 ~ 57.

9. Fama, Eugene F., 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance, Vol. 25, Issue 2, 383 ~ 417.

10. Fama, Eugene F., 1991. "Efficient Capital Markets: II, Journal of Finance", Vol. 46, Issue 5 (Dec., 1991), 1575 ~ 1617.

11. Fama, E. F. and K. R. French. 1992, "The Cross – Sec-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

tion of Expected Returns", Journal of Finance, Vol. 47, pp. 427 ~466.

12. Hafeez, K., Zhang, Y. and Malak N., "Core Competence for Sustainable Competitive Advantage: A Structured Methodology for Identifying Core Competence," IEEE Transactions on Engineering Management, Vol. 49, No. 1, pp. 28 ~35 (2002).

13. Josef Lakonishok, Robert W. Vishny, Andrei Shleifer: "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk", Working Paper No. 4360, National Bureau of Economic Research, May 1993.

14. LeBon, Gustave. 1960 (1895). The Crowd. New York: Viking Press.

15. Porter, M. E. 1991. "Towards a Dynamic Theory of Strategy". Strategic Management Journal 12, p. 101.

16. Prahalad, C. K. and G. Hamel. 1990. "The Core Competence of the Corporation" Harvard Business Review, May - June, pp. 79 ~91.

17. Reinganum, M. 1981. "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values." Journal of Financial Economics 9 (March): 19 ~46.

18. Robertson, D and Wright, S (2002), "The Good News and the Bad News about Long - Run Stock Returns" www. ssrn. com.

19. Scharfstein D. S. & Stein J. C. (1990). "herd behavior and investment" American Economic Review, pp. 80, pp. 465 ~479.

20. Shefrin, H. and M. Statman. (1994). "Behavioral Portfolio Theory", unpublished paper, Santa Clara University.

21. Shefrin, H. and S. Statman. (1994), Behavioral Capital Asset Pricing Theory, Journal of Financial and Quantitative Analysis 29, pp. 323 ~349.

22. Slovic, P. (1972): "Psychological Study of Human Judg-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ment: Implications for Investment Decision Making Under Uncertainty", Journal of Finance, 27 (4): 779 ~ 799.

23. Theodore Spencer: "The Investors of the Century," Fortune, Dec. 20, 1999.

24. Trueman, B. (1994): "analysts forecasts and herding behavior", Review of financial studies, 7 (1), 97 ~ 124.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　　谢

本书的基础是我在上海社会科学院部门经济研究在职所攻读博士学位期间对价值投资的研究。当时我拜读了所有能找到的价值投资经典著作，尽管只是不求甚解地速读，一知半解地理解，我却不知天高地厚地想要将大师们的价值投资策略统一整合。结果弄了两年多，累得够呛，最终明白自己功力太浅，心有余而力远远不足。

最后，我只选择了价值投资大师中的一个最优秀的代表人物沃伦·巴菲特进行集中研究。结果推迟两年后终于写出了一篇论文《巴菲特长期价值投资策略研究》，并被评为优秀论文。

在博士论文的基础上，我先后出版了两本关于巴菲特投资策略的书：

首先收集整理了巴菲特关于股票投资的精彩论述，写成一本介绍巴菲特投资策略的通俗读物，书名为《巴菲特的8堂投资课——当代最伟大的投资者智慧妙语》，由民主与建设出版社于2005年1月将其出版，这是我研究巴菲特投资策略的第一本书，也是我第一次出书。这本书的畅销非常出乎我的意料，竟然在半年内连续印刷三次。

接着在论文基础上修改后，我又写成了《巴菲特股票投资策略》一书，由机械工业出版社于2005年6月将其出版，并在两个月后重印。

让我没想到的是，许多读者给我打电话、发来邮件，与我共同探讨巴菲特投资策略，从他们那里我受益匪浅，在此深表感谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到有这么多的投资者对价值投资策略非常感兴趣，于是更加激励我继续深入学习研究价值投资策略，我在工作之余又抽空重新拜读价值投资大师们的经典名著，想继续系统总结归纳价值投资的基本规律。

在我痴迷于价值投资期间，我的妻子徐晓杰，一个在中国科学院进行生命科学研究的博士，在我的影响下，逐步对价值投资产生了浓厚的兴趣。我们之间关于投资的交流越多，我发现她对我的启发也越多。我们投资思考的一个最大不同是，我这位文科生的思路是喜欢根据经济学和投资学进行理论分析，而她这位理科博士研究生的思路却是一步一步按照她进行实验的思维与惯性进行科学推理。

随着我们交流的增多，她的科学研究思维逐渐启发我从科学的角度来重新思考价值投资策略，让我不知不觉忽然领悟到，原来价值投资其实也是一门科学，尽管不是一门非常严谨的科学。严格地说，价值投资既是一门科学，又是一门艺术。价值投资的基本原理、基本操作是科学的，但其具体应用却是艺术的。

于是，我们按照这个思路，一起重新研读大师们的经典名著，发现他们的投资策略从根本上是一致的，都符合价值投资策略的基本原理和基本操作原则，他们能够持续多年战胜市场，取得非常惊人的投资业绩，在于他们发挥了其聪明才智，充分利用了所能把握的许多投资机会，将价值投资的科学原理应用到出神入化的地步。就像那些世界级运动员，通过科学的训练，不断地提高自己的能力和水平，将自己身体的潜力发挥到极限。

于是，我们决定共同编写这本关于价值投资的书，系统收集整理我们的投资大师们关于价值投资策略的精彩智慧论述，并提出一些我们个人粗浅的见解，我们希望这本书能够将更多的投资人引导到我最喜爱的巴菲特、彼得·林奇、格雷厄姆和费雪这四位伟大的投资大师门下，让这些大师的投资智慧指引我们穿越证券市场的迷途，战胜自我的迷茫和困惑，重归于价值投资的坦途。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们认为，价值投资并非一种高深的投资理论，其本质是一种最简单却最有效的常识。我觉得价值投资的基本原则在根本上与《道德经》、《论语》、《孙子兵法》等中国古代智慧几乎完全一致。学习中国千百年流传下来的智慧非常有助于我们更深刻地理解价值投资理念。价值投资人在投资中往往奉行的是与在生活中相同的基本原则。因此，学习那些成功人士为人处世的基本原则，也有助于我们更好地理解和掌握价值投资的基本原则。荣毅仁先生的座右铭是他父亲荣德生先生所撰的对联："发上等愿，结中等缘，享下等福；择高处立，就平处坐，向宽处行。"其用语平实，却含意深刻，细思其要旨与价值投资理念有许多共同之处：价值投资在思考股市波动时"择高处立"，所看重的不是股票市场短期波动的一时得失，而是股价长期波动最终向价值回归的历史长期规律；价值投资在进行股票分析时"就平处坐"，从不试图预测波动无常的股价走势，而是非常注重公司基本面分析，根据公司未来长期经营状况分析来评估公司股票的内在价值；价值投资在进行投资决策时"向宽处行"，始终坚持只买入那些价格显著低于价值而具有足够的安全边际的股票，以确保投资的安全性与盈利性。

在此我要向我的导师厉无畏教授表示衷心感谢，正是导师多年来的教导才使我在研究上渐渐悟入正途。同时衷心感谢杨建文教授、左学金教授给予我的许多指导和帮助，以及其他老师、同学在生活和学习上对我的帮助。

感谢汇添富基金公司以及中投证券的领导和同事对我工作上的大力支持和帮助，正是他们的指导和帮助，让我对证券市场有了最深刻的认识，这么多年证券业务工作经验的积累是我对价值投资进行思考的重要基础。

在学习研究价值投资的过程中，我曾向许多专业投资管理人士请教，也多次为证券公司、投资公司研究人员进行价值投资策略讲课培训，同时还有很多读者发来电子邮件与我交流。感谢他们的交流沟通使我对价值投资策略的理解更加深入，更加全面，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且让我结识了许多志同道合的价值投资策略的追随者们。

书中我个人对大师们价值投资策略的理解肯定有许多不当之处，欢迎大家指正，更欢迎大家有空与我交流你对价值投资策略的宝贵思考。我的电子邮件是 iqeqfq@ gmail. com，期待收到你的邮件，让我们一起学习和探讨价值投资策略，在共同学习大师投资智慧的道路上成为真正的朋友。

刘建位

2007 年 5 月 8 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任编辑／程 旭
封面设计／bp柏平工作室

跟大师学投资

本书在研究四位杰出投资大师格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇的长期投资经验和投资智慧的基础上，总结分析了价值投资的基本原理和基本操作，有助于投资者更简单却更深入地学习和理解价值投资，进一步改善投资业绩。

中国建银投资证券有限责任公司董事、首席执行官 杨明辉

我认为，当前我国证券市场基本面的变化使价值投资迎来了历史性机遇，只要投资者始终秉承价值投资理念，通过积累经验和总结教训不断进步，深入挖掘我国经济发展所蕴涵的巨大投资机会，肯定也能取得长期稳定甚至可能比大师们更高的回报。在此我特别推荐本书，期望本书能够帮助我国投资者更加系统地向真正的投资大师们学习价值投资的基本规律，使价值投资理念在我国证券市场更加普及和成熟。

博时基金管理有限公司董事长 吴雄伟

本书的精心研究使我们抛弃许多关于价值投资的迷思和错误理解，重新回归到格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇四位大师用成功的实践检验证明能够长期战胜市场价值投资智慧，通过向大师学习成为真正的价值投资人。

国泰基金管理有限公司总经理 李春平

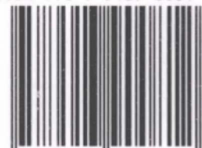
本书系统总结了价值投资策略的基本原理、基本规律、基本操作，浓缩了最杰出的四位投资大师70多年价值投资智慧的精华，对于国内投资者学习和借鉴国际上成熟的价值投资理念很有帮助。

业证券股份有限公司副总裁 楼民

本书系统总结了国际投资大师们价值投资的长期经验，在我国证券市场日益国际化之际，十分值得证券研究人员和投资者参考。

海通证券股份有限公司研究所所长 汪异明 博士

ISBN 978-7-5139-0081-2



定价：33.00元